

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LA RENTE

3⁰/₀ Amortissable

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Mercredi 29 Mai 1912, à 4 h. 30

PAR

BERNARD VOLLAND

Président : M. JACQUELIN, *professeur*

Suffragants : { MM. ALGLAVE, *professeur*
JÈZE, *agrégé*

PARIS (5°)

V. GIARD & É. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1912

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni
improbation aux opinions émises dans les thèses :
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

LA RENTE

3⁰/₀ Amortissable

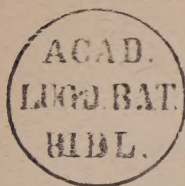
THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Mercredi 29 Mai 1912, à 4 h. 30

PAR

BERNARD VOLLAND

Président : M. JACQUELIN, *professeur*
Suffragants : { MM. ALGLAVE, *professeur*
JÈZE, *agrégé*



PARIS (5°)

V. GIARD & É. BRIÈRE

LIBRAIRES-ÉDITEURS

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

1912

LA RENTE

3 0/0 AMORTISSABLE

AVANT-PROPOS

Emprunter, est le fait de tous les Etats ; cet acte, lorsqu'il émane d'un père de famille, appelle le plus souvent sur lui la déconsidération : on lui fait volontiers reproche de grever son patrimoine. Une nation qui s'endette n'est jamais aussi sévèrement jugée ; elle peut être amenée à le faire, par un de ces événements malheureux et regrettables, mais parfois difficiles à éviter, parce qu'ils sont le résultat des frottements continuels que la vie des peuples leur occasionne. Ce peut être aussi, une conséquence du désir louable et digne d'être encouragé, de mettre à la disposition du pays des moyens de plus en plus perfectionnés, de tirer un meilleur parti des matières premières offertes à l'homme par la nature, ou de celles qu'il lui arrache. L'élasticité des ressources habituelles des Etats ne peut guère leur suffire à faire face à de telles dépenses du premier coup considérables et passagères ; ils vont

alors rechercher les capitaux, là où ils se trouvent. Ils s'adressent aux capitalistes, mais tous ne se lient point à eux par un même contrat. Les uns, se réservent de choisir à leur gré la date du remboursement : ils empruntent en perpétuel, suivant l'expression consacrée, et d'autres paraissent bien prendre ce dernier mot dans son acception littérale, négligeant d'apercevoir l'antinomie de cette expression (1), car dans notre langage, emprunter, ne va pas sans éveiller l'idée de rendre. Les autres, voulant être plus logiques, ou plus sages, ou encore contraints d'accepter les conditions imposées, se préoccupent d'assurer, à leurs créanciers, la remise de leurs deniers dans un temps déterminé.

Ce dernier engagement est passible de plusieurs modalités ; l'une d'elles a cours dans nos finances, mais elle embrasse seulement une infime partie de notre dette. La rente 3 0/0 amortissable, c'est d'elle que nous allons nous occuper, en représente le dixième environ.

Question d'école, et question bien spéculative, dira-t-on ? Question d'école, soit ; mais cet emprunt, ignoré de la plupart, et méconnu de la majorité des capitalistes, a repris récemment comme un renouveau d'actualité : il n'a pas échappé à ceux qui suivent les débats parlementaires, tout au moins ceux qui touchent du plus près la gestion de la fortune publique : dans le budget pour l'exercice 1909, on s'est arrêté sur le mode de remboursement du 3 0/0 amortissable ; quelques modifications dans celui

(1) On peut y voir sans doute comme origine chez nous, le caractère immobilier des rentes sur l'ancien régime : leur constitution emportait une aliénation perpétuelle du capital.

des dettes à terme en sont résultées. Et si son économie a donné lieu ces années dernières à des difficultés, son but, lui, en avait présenté bien auparavant, et si graves que l'Etat avait dû y renoncer. C'était l'exécution de grands travaux publics, comprenant en majeure partie des chemins de fer. Malgré cette expérience du passé, l'Etat a procédé dernièrement à la liquidation de la compagnie de l'Ouest ; puis, ne trouvant pas assez lourde ni assez onéreuse la charge de sa gestion, il a fait entendre, au cours de l'année écoulée, des paroles de menaces contre les autres grandes compagnies, parce que, soucieuses de conserver la régularité dans leurs services, elles ont pris des mesures de rigueur contre des révoltés. Enfin, pour combler la brèche ouverte dans le budget par les dépenses à effectuer dans le réseau racheté, il vient d'être émis 600.000 obligations, dont l'aspect rappelle d'une étrange manière celui du 3 0/0 amortissable. Mais là, du moins, a-t-on profité de la leçon donnée par les errements de jadis.

Voici matière, semble-t-il, à satisfaire aux désirs de ceux qui, voulant rechercher dans notre travail autre chose qu'une étude historique, lui auront souhaité une inspiration quelque peu actuelle.

PREMIERE PARTIE

L'amortissement

CHAPITRE PREMIER

APERÇU DE QUELQUES THÉORIES SUR L'AMORTISSEMENT

- « Ferons-nous bien de payer nos dettes ? »
- « L'un ou l'autre. »
- « Ne vaudrait-il pas mieux diminuer nos impôts ? »
- « Cela peut être. »
- « Mais enfin, lequel est préférable ? »
- « Selon la rencontre. »

Ces boutades, et leurs ripostes (on devine aisément l'auteur de ces dernières), M. Frédéric Passy, les lançait à ses collègues de la Société d'Economie politique, peu avant la naissance des rentes 3 0/0, amortissables. Volontiers, nous les adresserons au lecteur, au début d'une étude qui leur sont consacrées. Nous l'inviterons, cependant, à ne point s'attacher trop à leur forme plaisante et à leur allure paradoxale, mais à rechercher, sous ces dehors qui portent à sourire, les conseils de bon sens dé-

guisés, et laissant entendre qu'il ne faut pas, outre mesure, ajouter créance aux principes, mais tenir également compte des faits.

Toutefois, nous n'écouterons pas plus longtemps le docteur Marphinius, et si, avec le Seigneur Sganarelle, nous lui demandions : « Que conseillez-vous de faire ? », nous saurions ne pas l'entendre nous répondre : « Ce qu'il vous plaira ». Pourtant « ce sont, disait M. Magne, les matières de finances qui prêtent le plus aux illusions ; mais ce sont elles qui, en définitive, peuvent le moins s'en contenter », aussi, avant de rentrer plus avant dans leur examen, est-il sage d'étayer son jugement de quelques considérations générales, et de s'inspirer des opinions émises sur le point qui nous intéresse.

Elles divergent, comme en toutes choses : à croire certains auteurs, il n'y a pas lieu de se préoccuper en face de dettes considérables, ni surtout de s'ingénier à les rembourser (car, dans sa plus large acception, amortir un emprunt, c'est le rembourser). Il n'y a pour ce, que de laisser faire le temps ; à lui seul, tout en s'écoulant, il se charge de les réduire. Ce phénomène a son origine dans la baisse du pouvoir d'achat de l'or. L'instrument des échanges voit chaque année son importance s'accroître ; le produit des extractions nouvelles vient s'ajouter au stock antérieur jamais diminué, car son usure est inappréciable. A côté de lui, les besoins de la circulation grandissent aussi, mais moins vite, parce que sa technique se perfectionne, décuple sa rapidité, et supplée avec économie à sa quantité. Aussi, sur le marché, l'offre de l'or s'est faite plus grande que la demande ; son prix en a di-

minué, il s'achète meilleur marché et celui qui doit en fournir (c'est le cas du débiteur), le paie moins cher, et gagne, dans la mesure où sa valeur vénale a baissé, depuis l'époque où il a contracté son emprunt. Ce peut être une différence sensible, si celui-ci est considérable, en tous cas elle lui cause une diminution, un amortissement.

Le capital n'est pas le seul à se louer d'être chargé d'années ; les intérêts y trouvent également leur compte. Non seulement ils profitent du moindre prix de l'or (ils ne le peuvent que dans une bien faible mesure), mais encore, numériquement, ils voient leur montant décroître. Ici, intervient la diminution du loyer, de l'argent, causée elle aussi, par la plus grande rapidité de sa circulation, le faisant moins rechercher, mais encore par l'accroissement de la richesse générale, de l'épargne, et surtout par son mode de constitution, car elle abandonne le bas de laine et recherche immédiatement un emploi rémunérateur. Chaque année, il en coûte donc moins au débiteur de se libérer, et de payer les intérêts stipulés. Son emprunt s'amortit de lui-même, et d'une somme assez sensible, si l'on envisage une période d'une longueur suffisante. Il n'y a donc pour lui aucun intérêt à se hâter de le rembourser, car, en le faisant, il se prive de tout cet ensemble d'avantages naturels.

Mais est-il bien certain qu'ils existent aussi importants, et aussi réels qu'on veut bien le dire ? La dépréciation des métaux précieux a été grande, il est vrai, mais il convient de faire à son endroit des réserves, pour l'heure présente et pour l'avenir. En effet, depuis 1875, du moins pour l'or, elle a été nulle, et il faut en voir la principale cause

dans ce fait, que l'or est devenu la mesure commune et universelle des valeurs. Aussi des Economistes (1) ont-ils soutenu que, désormais, il ne perdrait plus de son prix, mais qu'il en acquièrerait, au contraire. Discuter cette opinion, n'est point notre but ici ; nous ne pourrions le faire, sans nous laisser entraîner loin de notre sujet, et sans le perdre de vue. Nous avons voulu seulement indiquer l'arrêt actuel dans la baisse de la valeur de l'or, baisse qui peut ne pas reprendre son mouvement d'autrefois, car les extractions nouvelles sont plus onéreuses que les anciennes, aussi, son effet est-il maintenant inappréciable.

Il en est de même de la réduction du taux de l'intérêt ; elle s'est effectuée avec une rapidité considérable, mais pour l'heure présente son niveau est étale. Le meilleur marché de l'argent, il s'assimile en cela aux autres marchandises, a causé des demandes plus nombreuses. Au faible prix où il était offert, des emplois productifs nouveaux se sont dévoilés, et il en est toujours qui attendent un prix inférieur pour se faire jour. Voici de bonnes raisons, propres à limiter la baisse du taux de l'intérêt, et à l'empêcher de se rapprocher indéfiniment de zéro. D'elle, comme du moindre prix de l'or, l'amortissement doit peu attendre ; ces causes ne seront jamais assez puissantes pour annuler la charge d'un emprunt, encore moins pour l'effacer.

D'ailleurs un tel résultat n'est point à désirer, au dire de certains (2), parce que, pour un Etat, il vaut mieux avoir

(1) M. E. de Laveleye, M. Goschen.

(2) M. Aglane, professeur à la Faculté de Droit de Paris, a soutenu

une dette en prévision des jours difficiles. Cette assertion, pour étrange et paradoxale qu'elle paraisse, n'est cependant pas dénuée de fondement. Assurément, quand un gouvernement sera dans l'embarras, le poids d'une dette ancienne lui occasionnera un surcroît de gêne ; mais les titres déjà émis lui seront d'un grand secours pour lui procurer du crédit, surtout, s'ils sont en faveur auprès des capitalistes ; ceux-ci mettront alors d'autant plus d'empressement pour apporter à nouveau leur argent, et pour se rendre acquéreur à des conditions plus avantageuses sans doute, d'une valeur connue d'eux et à laquelle ils s'intéressaient déjà. Ils lui reviendront, mus par la force de l'habitude, si difficile à créer lorsqu'elle est inexistante, ou bien lorsqu'elle a manqué d'aliments ; mais, du moins, n'est-il pas nécessaire qu'ils soient très abondants, car s'ils atteignaient de trop grandes proportions, ils seraient nuisibles, et cette considération doit déterminer à réduire les dettes dans une large mesure.

Elle n'est point la seule : une génération doit se faire un devoir de ne pas léguer à sa suivante des charges trop lourdes. On objectera bien, il est vrai, que l'Etat est un être immatériel, qu'il est éternel, et que l'on ne peut comparer sa vie à celle des individus, mais ici il n'y a pas seulement une question de sentiment en jeu ; il importe de ne pas entraver le développement économique du pays, et de ne pas le mettre dans l'impossibilité de soutenir la con-

cette opinion dans la séance de la Société d'Economie politique, à laquelle nous avons plus haut fait allusion. M. Allix l'a reprise dans son *Traité élémentaire de Science des Finances et de législation financière*.

currence de nations moins ~~besogneuses~~, et, peut-être, déjà mieux favorisées de la nature. Il faut encore aider le temps dans son travail de réduction automatique des emprunts, en n'entravant pas le progrès de la richesse, par la gêne qu'apporte au commerce, à l'industrie et à l'agriculture, le prélèvement d'impôts énormes, destinés à rémunérer des rentiers, peut-être des étrangers ; la masse des capitaux qu'ils représentent aurait sans doute trouvé, à ne pas être ainsi déplacée, des emplois plus productifs et plus utiles.

Là encore, il y a lieu de ne rien exagérer et de mettre en face du passif d'une génération, son actif, c'est-à-dire toutes ses inventions, avec leurs richesses acquises et celles en puissance ; toutes les améliorations apportées au patrimoine national, en un mot, tous les éléments nouveaux dont elle l'a doté. Mais elle n'a pu le faire elle-même que dans la mesure où elle avait les mains libres, aussi doit-elle s'inquiéter de ne point aggraver le fardeau des dettes reçues, pour laisser les jeunes continuer à marcher dans la voie qu'elle leur a tracée. Et puis, les jours sombres peuvent survenir et l'appel au crédit sera malaisé, si la dette antérieure est considérable ; « un pays, qui, dans les temps prospères, n'amortit pas sa dette, est à l'état de banqueroute latente, car il en est des Etats comme des particuliers : qui ne sait pas épargner dans les jours d'abondance, est infailliblement ruiné, quand arrivent les jours de l'adversité. » M. Bartholony a brossé là un tableau bien noir, et à coup sûr exagéré, car un pays trouve presque toujours dans ses ressources une élasticité suffisante, pour ne pas être obligé, dans les jours

de revers, à déposer son bilan. Les exemples d'Etats acculés à cette nécessité sont heureusement très rares, et pourtant le nombre de ceux qui amortissent réellement est bien minime ; nous avons dit réellement, parce que, pour savoir si un Etat rembourse sa dette, il ne suffit pas de voir si, dans son budget, il inscrit des crédits pour l'amortissement, et s'il les emploie à cet usage ; il faut encore s'assurer de l'équilibre du budget, obtenu avec ses ressources normales, et non à l'aide de l'emprunt. Si ce dernier est nécessaire pour permettre l'amortissement, la dette, au lieu de diminuer, s'accroît, parce que la nouvelle est contractée à des conditions plus onéreuses que celles où la première est remboursée. Cette double investigation est nécessaire, car la grande majorité des Etats reconnaissent la nécessité de l'amortissement, et lui consacrent, chaque année, quelques sommes parmi les dépenses.

Ceci, il est aisé de le contrôler en feuilletant leur histoire financière. Nous ne pouvons ici reproduire le résultat de ces recherches ; nous nous bornerons à les donner, pour ne pas par trop forcer les limites imposées par notre sujet, en tant qu'elles concernent notre pays et aussi l'Angleterre, pour des raisons qui apparaîtront par la suite, et encore, ne remonterons-nous pas, en France, au delà des dernières années du XVIII^e siècle.

CHAPITRE II

HISTORIQUE DE L'AMORTISSEMENT EN FRANCE ET EN ANGLETERRE

Nous aurions pu dire, à la vérité, que nous n'allions pas nous occuper des années antérieures au siècle dernier, car durant la période agitée de la Révolution, il ne faut rechercher aucune trace d'amortissement. Il y eut cependant une réduction de la dette, assez considérable même ; mais ce ne fut pas à la suite d'un remboursement, et le procédé mis en œuvre ne fait pas honneur à ceux qui l'ont employé.

Bonaparte, à son arrivée au Consulat, parut vouloir mettre l'amortissement en honneur. Malgré la modicité de la dette : elle s'élevait, après la consolidation du 1/3, à 300 millions environ, il institua une caisse d'amortissement. Mais sa dénomination est trompeuse, car on lui demanda surtout d'autres services, que de rembourser les créanciers de l'Etat. Sa dotation, assez faible : 30 millions (mais 70 étaient à prendre sur le produit éventuel de la vente de biens nationaux) fut employée à maintenir le crédit de l'Etat, et à lui permettre de négocier, dans de bonnes conditions, les obligations souscrites par les

Receveurs généraux, en contrepartie des impôts qu'ils avaient mission de percevoir. Ceux-ci rentraient alors lentement et péniblement ; le gouvernement de son côté, était dans la gêne ; il mobilisa, pour se procurer des fonds, ses créances sur les contribuables : les receveurs généraux souscrivaient, puis négociaient des obligations analogues au papier de crédit. Leur valeur auprès des capitalistes escompteurs résidait dans la certitude de leur bonne fin à l'échéance ; mais, à ce moment, les caisses des Receveurs n'étaient pas toujours assez garnies, beaucoup d'obligations n'étaient donc pas remboursées à leur terme, aussi n'étaient-elles guère appréciées et cotées. La Caisse d'amortissement reçut la mission de payer celles que les receveurs ne pouvaient acquitter, et ainsi elles regagnèrent la confiance du public.

Napoléon employa, par la suite, à d'autres usages les fonds de la Caisse d'amortissement ; il avait, pour ses entreprises, sans cesse besoin d'argent, et ne songea pas, quand il n'y eut plus besoin de soutenir les cours des valeurs d'Etat, à rembourser la dette.

La Restauration a conservé la Caisse d'amortissement, mais elle lui a donné une destination mieux en rapport avec son nom. Elle bâtit sur elle tout un système d'amortissement, avec des visées larges, toutefois sans aucune originalité. Il s'inspirait, en effet, de l'un des buts primitifs de la caisse du consulat, et prenait modèle sur la pratique financière des Anglais.

Leur politique en cette matière a toujours devancé la nôtre, et dans les moyens employés chez nous pour rembourser la dette publique, on peut toujours trouver chez

eux un précédent. Nous en donnerons donc un aperçu avant de rentrer dans les détails pour notre pays.

La nécessité de rembourser les emprunts s'est imposée de bonne heure à l'attention de leurs hommes d'Etat. L'un d'eux, dès le début du xviii^e siècle, sir Robert Walpole, mit en application un système d'amortissement ; il lui affecta un « fund », qui vint s'ajouter à celui destiné, d'après l'usage en cours, à servir les intérêts de la dette ; il en émanait d'ailleurs, car il fut constitué avec les économies causées par une conversion. La paix permit alors de continuer ce procédé avec succès pendant de longues années, mais avant le milieu du xviii^e siècle, les guerres ont surgi, et le fonds d'amortissement a passé à satisfaire d'autres besoins.

Quelque temps avant la Révolution française, vers 1786, l'amortissement revenait en honneur, mais sous une forme différente, car celle employée n'avait pas donné toute satisfaction. William Pitt, alors ministre, se laissa séduire par des théories nouvelles, et leur réserva dans le budget une large place. Elles émanaient du docteur Price, dont le nom est fameux parmi les économistes. Il leur donna une formule mathématique, d'une évidence brutale, qui s'impose dès le premier abord, et s'appuie sur la puissance de l'intérêt composé. Ces révélations sur la fécondité des intérêts accumulés et rendus productifs à leur tour, fit fortune à l'époque ; on sait la somme énorme qu'aurait produit un sou placé à intérêt composé depuis le début de l'ère chrétienne : elle eut dépassé la valeur d'un monceau d'or, plus gros que la terre.

La mise en pratique de ces idées eut d'abord plein succès, mais il est juste de reconnaître que les-circonstances lui ont été d'un grand secours. L'Angleterre traversait une période de tranquillité : en dix années, il avait été racheté 10.200.000 livres sterling (250.000.000 frs.) de consolidés. Mais la guerre avec la France ne se fit guère attendre ; les budgets se sont trouvés en déficit, et c'est avec des emprunts, que dut être alimenté le fonds d'amortissement. Cette obligation, non seulement elle rendrait nul le remboursement de la dette, mais encore elle constituait le Trésor en perte, parce qu'il empruntait à 5 0/0 au dessous du pair et rachetait du 4 0/0 à des cours supérieurs à ceux où le 5 0/0 était émis. C'était le point faible du système Price, et il allait en causer la faillite ; mais on ne se rendit pas de suite à l'évidence, et c'est seulement en 1828, que la réaction soulevée, et devenue violente, eut gain de cause. L'amortissement ne serait plus automatique, et pourvu chaque année d'une même dotation, mais alimenté avec les excédents réservés dans les budgets, lors de leur élaboration.

Souvent l'on oublia cette prescription, et la diminution de la dette eût été peu sensible, si, parallèlement, il n'avait été fait usage, dans une plus large mesure, d'un procédé très ancien d'amortissement contractuel, l'annuité terminable. Sous ce mot d'allure étrange, disons étrangère, se cache quelque chose d'analogue à l'obligation amortissable. La ressemblance est complète au point de vue du débiteur : il verse chaque année une somme sensiblement la même, mais dans l'annuité terminable, il la répartit entre ses prêteurs, au prorata de leurs

créances, et c'est à eux de reconstituer leur capital, rendu par petites fractions avec les intérêts. Au contraire, chaque année, ou plus ou moins souvent, il est remis à quelques porteurs des obligations amortissables, leur montant intégral, et, de ce jour, ils perdent tout droit aux intérêts. L'une et l'autre dette s'éteignent complètement dans un laps de temps assez court (nous aurons, au cours de cette étude, à les examiner de plus près).

L'amortissement, à l'aide des excédents budgétaires, allait donc trop lentement ; les appliquer à réduire les impôts est bien mieux accueilli, et c'est là qu'ils ont passé presque entièrement. Pour obvier à cet inconvénient, et obtenir des résultats plus tangibles qu'un amortissement en 99 ans (c'est le terme habituel des annuités terminables), les Anglais ont repris, en 1876, le système de la spécialité des taxes. Quelques-unes ont été affectées au paiement des intérêts ; le reliquat avec les plus-values ont dû servir à l'amortissement, ou bien à combler les déficits, s'il s'en présentait.

Cette évolution, nous la retrouvons un peu en France, mais à des dates différentes, et avec quelques modifications de détail.

A l'époque où, en Angleterre, on avait pu constater les inconvénients du système du docteur Price, où un parti se dessinait déjà pour le combattre, les Bourbons, de retour au pouvoir, réorganisaient la caisse d'amortissement. Ils arrivaient, avec l'intention de mettre de l'ordre dans les Finances gérées par Napoléon, un peu à sa guise, et sans aucun contrôle ; mais le moment était mal choisi pour procéder à des remboursements. Il y avait à solder

les dettes de l'Empire, à payer les frais de la dernière guerre, et de l'occupation étrangère, et pour faire face à toutes ces charges, l'emprunt était nécessaire ; on y eut aussi souvent recours, surtout pendant les premières années. Cela importait peu ! n'y avait-il pas, pour y remédier, la puissance de l'intérêt composé ? elle revaudrait vite la différence entre le taux d'émission des emprunts, et les cours de rachat !! En fait, la dette léguée par l'Empire, était éteinte en juillet 1830, et celle contractée par le gouvernement de la Restauration se trouvait légèrement réduite (1). Mais l'honneur n'en revient pas entièrement à la caisse d'amortissement ; elle fut aidée dans sa tâche par une conversion des retours de rentes à l'Etat, et la bonne gestion des Finances. Il est même à regretter que ses opérations n'aient pas été suspendues lors des émissions d'emprunts, ou bien qu'elles n'aient acheté des rentes nouvelles au cours d'émission ; plusieurs millions auraient été ainsi épargnés. Mais on aurait mauvaise grâce à reprocher cette faute au gouvernement des Bourbons, car lui seul a fait profiter la dette d'une telle réduction. La monarchie de juillet, qui lui succéda, fut déjà beaucoup moins heureuse.

Reconnaissant vite que l'amortissement est une illusion si l'emprunt lui est corrélatif, ou s'il s'applique à des rentes au-dessus du pair (de 1830 à 1833 il avait été rem-

(1) D'après M. Leroy-Beaulieu (Paul, son *Traité de la Science des Finances*), la Restauration aurait trouvé une dette de 63 millions de rentes. Elle en aurait emprunté pour 165 millions, et n'en aurait laissé que 154 millions. La Caisse d'amortissement aurait racheté 63 millions, les 11 autres proviendraient de conversions et de retours de rentes à l'Etat.

boursé 221.600.000 frs. mais emprunté 290.430.000 frs.), elle réorganisa la Caisse en tenant compte de ces deux idées. En fait, elle suspendit presque tout à fait ses fonctions : ses ressources, réparties entre les divers emprunts, suivant leur importance respective, devaient servir à racheter des rentes, mais seulement lorsque le pair ne serait pas atteint. Si les cours lui étaient supérieurs, l'opération devait être arrêtée, et les crédits laissés libres ne devaient pas être reportés sur le reste de la dette moins cotée. Le 5 0/0 qui, en raison de son importance, absorbait la majeure partie de la dotation de la Caisse, fut presque toujours au-dessus du pair, aussi l'amortissement fut-il presque toujours nul, surtout eu égard aux emprunts contractés durant cette période (1).

La Révolution de 1848 vint ; le ministre des Finances, aux prises avec de grandes difficultés budgétaires, dues en partie à l'énorme dette flottante, laissée par le gouvernement qui venait de disparaître, suspendit, le 15 juillet de cette même année, le fonctionnement de la Caisse d'amortissement. L'effet de son décret se poursuivit jusqu'en 1866.

Entre temps, on avait toutefois pensé incidemment à l'amortissement. C'est en 1850 que le gouvernement fonda la Caisse des retraites pour la vieillesse ; il assumait la tâche de servir les pensions, et la Caisse, en contre-partie de cette charge, lui remettait des titres de rentes correspondant à son importance ; ils étaient aussitôt annulés par le

(1) L'amortissement, pendant le règne de Louis-Philippe (18 années), n'a porté que sur 26 millions de rentes. Il y a donc une grande marge, avec ce qu'avait fait le régime précédent.

Trésor, et en leur lieu prenait place une dette viagère.

En 1859, on put croire que la Caisse d'amortissement allait revivre ; mais cette tentative avorta, et c'est seulement sept années plus tard qu'elle renaquit ; elle fut réorganisée suivant les idées mêmes du docteur Price, et alimentée par des ressources propres, elle recommença de fonctionner. Mais les rentes rachetées ne tardèrent pas à reparaitre sur le marché. La malheureuse guerre avec l'Allemagne était proche, et l'on sait les emprunts qu'elle exigea.

M. Thiers, venu au pouvoir à la suite de nos désastres, avait, sur l'amortissement, des idées toutes différentes de celles dont l'application était encore récente ; il entendait l'effectuer avec les ressources ordinaires du budget, avec ses excédents et voulait, suivant la résolution prise en Angleterre au début du siècle dernier, ménager, parmi ses crédits, une somme permettant de racheter des titres sans recourir à l'emprunt.

La Caisse d'amortissement avait vécu en France ; malgré l'exemple donné son l'Angleterre, qui l'avait depuis longtemps abandonnée, nous l'avions conservée et nous en venions à l'amortissement libre presque au moment où les Anglais, constatant son inefficacité, allaient reprendre un amortissement obligatoire.

Ce n'est pas que M. Thiers fit accepter sa réforme sans opposition ; la Caisse d'amortissement avait encore ses partisans et, à côté de ce procédé, on voulait généraliser l'emploi, pour les fonds d'Etat français, d'un procédé bien connu alors et qui venait de se faire à nouveau une petite

place dans notre dette publique (1) : l'obligation amortissable. Nous avons esquissé son analogie avec l'annuité terminable ; comme elle, elle est destinée à s'éteindre au bout de peu d'années, grâce à une faible majoration des intérêts qui sert à rembourser, à époques fixes, un certain nombre de rentiers dont le groupe devient, chaque année, de moins en moins compact pour finir par disparaître tout à fait.

Ce genre de titre était alors d'un usage très courant chez nous. Il servait uniquement pour alimenter les travaux de compagnies de chemins de fer ; il était le seul mode d'emprunt dont pouvaient user les départements et les municipalités ; enfin, même avant 1870, le Trésor s'était procuré quelques capitaux par un procédé analogue. Il avait émis, en 1860, des obligations trentenaires 4 0/0, mais le terme stipulé était beaucoup plus court que celui en usage dans la majorité des emprunts amortissables.

Une proposition faite à l'Assemblée nationale, au moment du vote des grands emprunts (en 1872), avait pour objet de créer des obligations analogues à celles des grandes compagnies de chemins de fer. Elle émanait d'un financier très connu alors, M. Bartholony ; il affirmait que la charge annuelle d'un emprunt de ce genre ne serait guère supérieure aux arrérages d'un emprunt en perpétuel de même importance. M. Thiers connaissait trop l'histoire financière contemporaine, et les illusions que l'amortissement obligatoire y avait causées pour ris-

(1) L'emprunt Morgan avait été conclu sous cette forme.

quer cet essai. Il avait d'ailleurs son idée, en demandant un emprunt perpétuel à 5 0/0. Il entrevoyait prochaine une conversion et pensait que là était l'amortissement le plus économique et le plus sûr.

Mais les événements politiques l'obligèrent bientôt à quitter le pouvoir ; cependant, quelques années encore, l'Assemblée nationale continua sa gestion économe des Finances. Il fallait toutefois de l'argent pour reconstituer le matériel de guerre et c'était une grosse dépense ; l'on ne pouvait guère songer à la solder avec les impôts, car, leur demander un nouvel effort, après leur augmentation considérable dans les années postérieures à 1870, c'était risquer d'arrêter le développement économique du pays déjà en plein essor. Les reliquats des deux grands emprunts de 1871 et de 1872 fournirent les premières ressources, mais elles furent vite épuisées ; et puis, l'Assemblée nationale, avant de se séparer, engagea l'Etat dans de nouvelles dépenses : elle avait voté le principe du rachat des petites lignes de l'Ouest et du Sud-Ouest, tombées en faillite.

La gestion des finances était alors entre les mains de Léon Say ; son éloge n'est plus à faire et ses mérites ont été reconnus par des écrivains des plus autorisés. Voyant la marche très prospère de la fortune du pays et aussi poindre des excédents budgétaires, il pensa les utiliser pour éteindre peu à peu les emprunts devenus nécessaires, en les contractant sous la forme d'obligations à terme ; ce furent tout d'abord des obligations trentenaires 4 0/0, puis la rente 3 0/0, amortissable, une innovation dans notre dette.

Elle fait l'objet de notre travail, mais avant de lui consacrer exclusivement notre étude, nous avons cru nécessaire pour l'éclairer, pour lui apporter plus d'ordre et pour en faciliter la compréhension, de situer ce mode d'emprunt dans notre histoire financière, après avoir donné un aperçu de la théorie de l'amortissement. De même, dans les pages toutes voisines, avant d'examiner les caractères juridiques propres à la rente 3 0/0 amortissable, ses émissions, ses rapports avec la Bourse et les budgets, nous nous étendrons un peu sur son objet, car ils eurent l'un sur l'autre une influence réciproque qui a grandement contribué à leur fortune à tous deux.

DEUXIÈME PARTIE

Le Plan Freycinet

CHAPITRE PREMIER

Ses ANTÉCÉDENTS, SA GENÈSE, SON EXÉCUTION, SON ABANDON

Lorsque les Députés, élus au début de l'année 1876, en vertu de la constitution votée par l'Assemblée nationale avant la reddition de ses pouvoirs, eurent pris rang à leur place, la majorité n'était plus du même côté de la Chambre ; les républicains de gauche étaient les plus nombreux. Ce parti, à son arrivée au pouvoir, devait fatalement chercher à se conserver les sympathies de ceux qui lui valaient son succès, et chercher à s'en concilier de nouvelles. Il est pour cela deux moyens bien connus des hommes d'Etat : exécuter des travaux publics et dégrever ; ces tendances peuvent se remarquer chez tous les gouvernements à leurs débuts, ou bien chez une majorité nouvelle, qui a évolué et grandi. M. de Chabot, dans son rapport au Roi, au commencement de l'année 1880, ne disait-il pas : « Ce besoin n'est-il pas

chaque jour plus pressant, d'appliquer à l'achèvement de nos routes et de nos canaux, les subsides indispensables pour établir, entre toutes les parties de la France, des communications faciles qui favoriseraient le travail, ouvriraient de nouveaux débouchés à ses produits et réaliseraient toutes les espérances de la monarchie. » Puis, quelques années plus tard, Duvergier de Haurane, parlant au nom d'une Commission à la Chambre des députés, s'exprimait en ces termes : « Chaque gouvernement doit apporter sa dot au pays ; celle du gouvernement actuel sera, d'une part, la propagation de l'instruction publique dans toutes les classes, un développement sans exemple jusqu'ici de travaux publics dans toutes les parties du pays ; dot admirable, dot glorieuse et qui prépare aux générations futures une condition meilleure, une vie moins tourmentée, une destinée plus heureuse. » Ces exemples ne sont pas les seuls et en 1876 on ne voulait pas faire autre chose.

Mais Léon Say détenait le portefeuille des Finances, et il voulait continuer la politique économe de M. Thiers. Il affirmait d'ailleurs, très nettement, son intention de ne point s'associer aux entreprises de travaux publics, et lorsqu'elles furent discutées dans le courant de mars 1877, il ne pensait pas que nous « puissions perdre des milliards, sauf à les retrouver dans une augmentation de production ou de richesse. »

A cette époque encore, l'on pouvait douter de la solidité de la nouvelle majorité et de sa persistance à diriger les affaires du pays : le Sénat allait bientôt dissoudre la Chambre. Ce fut peine perdue, car les élections de 1877

consacrèrent la défaite subie par les conservateurs l'année précédente. Leurs adversaires se promettaient bien de suivre la voie qu'eux-mêmes avaient tracée, en votant, dans les derniers jours de l'Assemblée nationale, la concession de nouvelles lignes de chemins de fer, mais en l'élargissant outre mesure. Ils reprirent donc à nouveau les propositions en vue de l'exécution de travaux publics qui avaient échoué l'année d'avant ; mais il leur importait, avant tout, d'amener à composition Léon Say hostile à leurs idées.

On aurait pu, à la rigueur, ne pas essayer de vaincre son opposition et se passer de son aide en lui donnant un successeur au ministère des Finances ; c'était chose facile ; cependant, pour faire admettre aisément leurs vues, il était beaucoup plus politique de s'assurer son concours. Tous connaissaient en effet sa prudence à gérer les Finances ; sa participation déciderait les timides et rassurerait l'opposition qui se montrerait moins agressive.

Ce fut Gambetta, l'âme de la nouvelle majorité, qui se chargea de cette mission. L'un des premiers jours du mois de janvier 1878, il retint chez lui, après le dîner, M. de Freycinet, ministre des Travaux publics, et Léon Say ; l'entretien se prolongea fort avant dans la nuit. Avec son éloquence persuasive, Gambetta eut tôt fait de convaincre l'ingénieur qu'était M. de Freycinet, nourri au temps de sa jeunesse, et de ses années d'école, des doctrines Saint-Simoniennes ; mais le siège de Léon Say était plus ardu à faire. Gambetta avait pour l'aider à le convaincre (il ne manqua pas d'en tirer parti), à tracer le ta-

bleau de la situation économique et financière actuelle : elle était d'une prospérité merveilleuse ; puis il fit valoir la présence, dans le budget, d'excédents notables, preuve de la grande richesse et des ressources du pays ; elles ne demandaient qu'à s'accroître, et il fallait leur en faciliter le moyen, en complétant l'outillage économique. Ce ne serait pas une dépense stérile que de l'entreprendre ; tout au contraire, chacun y trouverait son compte : la France un accroissement de sa fortune, l'Etat une augmentation de ses revenus, et une hausse de ses rentes ; tout ceci viendrait largement compenser le léger sacrifice pécuniaire qu'il y aurait à faire au début. Léon Say, en même temps qu'il écoutait ces paroles se remémorait celle de M. Thiers, qui ne trouvait jamais le pays assez riche, et il entendait ses paroles de prudence. Cependant, il se laissa circonvenir à la fin, mais il aurait toute liberté dans la conception du plan financier, le plus opportun, à son sens, pour alimenter le projet de travaux, dont M. de Freycinet allait dresser le devis.

Celui-ci en avait d'ailleurs tous les éléments sous la main : il comprendrait, tout d'abord, les lignes dont le rachat était agité depuis quelque temps déjà ; puis les lignes nouvelles votées par l'Assemblée nationale, d'autres enfin, énoncées avec un ensemble de travaux à exécuter dans les ports et voies navigables, au cours d'un rapport tout récent, soumis au Maréchal-Président. La particularité de ce projet, et ce qui en faisait une innovation, c'est qu'il serait exécuté par l'Etat et à son compte. On peut voir là un exemple curieux de l'évolution des idées d'un même parti : les républicains de gauche, conduits par

M. Arago, avaient, en 1838, repoussé l'intervention directe de l'Etat en matière de travaux de chemins de fer, et leurs héritiers la réclamaient en 1878, pour accomplir des ouvrages identiques.

L'Etat les avait concédés jusqu'ici à des Compagnies privées, subventionnées et encouragées sous de certaines conditions, prévues dans des conventions. La dernière en date, celle de 1859, avait raffermi le crédit des Compagnies, en leur donnant comme appui, celui de l'Etat, par le moyen de la garantie d'intérêt. Elle les avait aussi réorganisées, puis, en 1865, une loi était venue régler le régime des chemins de fer d'intérêt local. La conséquence de cet ensemble de dispositions, fut un développement extraordinaire des voies ferrées ; même, l'on dépassa les limites de la prudence, surtout dans les départements, où les conseils généraux ont mis à profit les latitudes accordées par la loi, puis les ont exagérées en permettant à des sociétés, dont les garanties n'étaient pas toujours suffisantes, d'établir des voies qui, sous couleur d'intérêt local, couraient parallèlement aux grandes lignes, et s'établissaient suivant le même type. La loi de 1867 sur les sociétés anonymes, en facilitant leur formation, avait été suivie de l'éclosion de nombreuses sociétés, plus ou moins dignes de confiance, et désireuses, avant tout, de faire d'heureuses spéculations ; pour obtenir des concessions, d'aucunes s'engageaient à construire des voies ferrées sans subventions ni garanties d'intérêt. L'une d'elles avait même entrepris, (elle avait à sa tête M. Philippart, un financier belge), d'établir, au moyen de tronçons qu'elle aurait ensuite raccordés, une ligne directe de Calais à

Marseille. L'intention de concurrencer la compagnie du Nord et celle de Paris à Lyon et à la Méditerranée, était flagrante ; elle fut déjouée heureusement, et arrêtée à temps.

Tout allait bien au début, pour ces jeunes compagnies ; l'argent des actionnaires ne faisait pas défaut, et l'on travaillait activement dans les chantiers ; mais lorsque l'exploitation commença elle fut loin de produire les bénéfices attendus ; les raisons en étaient nombreuses : les parties achevées, se trouvaient insuffisamment reliées entre elles ; de plus, elles faisaient partie du réseau secondaire, elles traversaient des pays où le trafic, naturellement moins intense, se trouvait encore diminué par les tarifs de détournement, consentis par les Compagnies voisines. Cette situation se révéla tout d'abord à propos de la Compagnie des Charentes, sur le point de cesser ses paiements.

L'Assemblée nationale, saisie de la question, ordonne une enquête. Le gouvernement, d'accord avec la compagnie, propose de la faire bénéficier de la garantie d'intérêt, et de lui concéder quelques tronçons de lignes, lui permettant de souder son réseau à celui de Paris à Lyon et à la Méditerranée, mais le Parlement écarte cette solution.

Le gouvernement étudie alors un nouveau projet, puis le soumet aux Chambres nouvelles. Il y prévoit l'incorporation d'une partie du réseau à celui de Paris à Orléans, cette idée rencontre l'opposition de la majorité, animée contre les grandes compagnies de l'esprit d'hostilité, qui déjà, avant 1870, s'était manifesté. Pendant la période de leur établissement, elles n'avaient suscité au-

cune envie ; mais l'époque approchait, où leur exploitation ne serait plus déficitaire, et la perspective de les voir réaliser de gros bénéfices, éveillait la jalousie des politiciens à tendances nouvelles. Leur désir était de voir l'Etat, partant la nation entière, disaient-ils, profiter des gains attendus de cette industrie monopoleuse. Le projet du gouvernement, déjà mal accueilli par la commission de la Chambre, fut donc repoussé et sa discussion permit aux idées de la jeune majorité de se faire jour.

M. Alain Targé s'en fit l'interprète : il déposa et soutint un amendement, dans lequel on pouvait lire une invitation au gouvernement d'intervenir, d'achever personnellement les travaux entrepris, et d'en prendre lui-même, ensuite, l'exploitation en main. Il partageait les vues du plus grand nombre des Députés, aussi le ministre des Travaux publics dressa-t-il des conventions prévoyant le rachat des lignes en déconfiture suivant un prix à fixer par une commission arbitrale. Les travaux en furent longs et le rapport ne fut déposé qu'à la fin de l'année 1877. M. de Freycinet le compléta au moment où il parut sur le bureau de la Chambre, par un projet d'entente avec la compagnie de Paris à Orléans ; l'objet en était la revision de son réseau, afin de rendre plus homogène celui dont l'Etat allait se charger, car celui-là l'encerclait, et chevauchait sur lui. En même temps, le ministre donnait un aperçu de l'ensemble des travaux qu'il projetait, et les consignait dans un rapport au Président de la République. Il en évaluait alors la dépense à 4 milliards, mais il y aurait lieu de compléter son devis sommaire, par une étude de détail, qui ferait ressortir un prix plus exact.

C'était pour cette entreprise, que le concours de Léon Say était surtout nécessaire, et nous avons raconté comment Gambetta, pour l'obtenir, mit en œuvre tout son talent oratoire.

Pendant que l'étude du plan de M. de Freycinet se poursuivait, dans les bureaux du ministère des Travaux publics, et sur place, à l'aide de commissions régionales, on allait faire un essai du système financier promis par Léon Say, pour fournir les fonds nécessaires à l'exécution des travaux, en l'appliquant au rachat des lignes en faillite, à leur achèvement et à leur mise en exploitation, selon le désir exprimé par la Chambre, dans le vote de l'amendement Alain Targé, l'année précédente.

Se basant sur les sentences arbitrales rendues, le ministre déposa un projet, qui vint en discussion dans les premiers jours de mars (on était en 1878). La lutte fut ardente, car elle porta sur le principe même du rachat et l'opposition s'attacha à connaître l'intention du gouvernement, et à lui faire préciser ses vues pour l'avenir.

A cette tâche, s'attaqua surtout M. Rouher. Il contesta, après ses collègues montés à la tribune avant lui, la conformité de l'interprétation donnée par le gouvernement à l'amendement Alain Targé, avec le sens que la Chambre lui avait attaché en le votant; elle n'avait point en vue l'exploitation directe par l'Etat. Puis, il émettait la crainte de voir le gouvernement faire un essai, et s'en autoriser bientôt comme d'un précédent, pour entreprendre le rachat général des chemins de fer, même de ceux exploités par les grandes compagnies. Il le ferait sans doute, pour se rendre plus maître des tarifs, les supprimer même,

suivant les doctrines émises à l'origine des chemins de fer. Mais là n'était point le rôle de l'Etat ; il fallait le laisser dans celui de « dispensateur des besoins publics, sans en faire un constructeur, un camionneur, un entrepreneur de transports. »

M. de Freycinet réfuta ces allégations, et notamment sur la question du principe, il s'exprima avec tant de netteté et de précision, que ses paroles ressemblaient à des engagements formels. Il n'y avait, dans son projet, aucun indice sur la ligne de conduite que le gouvernement suivrait, pour l'exploitation des lignes qu'il se chargeait d'achever, pas plus que l'intention d'amorcer le rachat de l'ensemble des chemins de fer. On pouvait voir la preuve du peu de fondement de cette dernière insinuation, dans les propositions faites à la compagnie d'Orléans, dans le but de lui concéder l'exploitation de lignes nouvelles (4.400 kilomètres). Mais elle n'avait pas encore fait connaître sa réponse, et l'on ne pouvait laisser plus longtemps la compagnie de Charentes dans sa situation actuelle, elle avait déjà trop duré ; l'intervention de l'Etat était nécessaire, et permettrait d'attendre les offres de la compagnie de Paris à Orléans et de les discuter.

M. Rouher remonta bien de nouveau à la tribune, mais ce fut en vain, car la Chambre ne le suivit point ; à une forte majorité, elle vota l'ensemble du projet qui lui était soumis.

Le texte en fut discuté au Sénat, dans les premiers jours du mois de mai. Les débats furent longs et intéressants, car cette assemblée n'était pas animée du même esprit réformateur que la Chambre. Léon Say y prit la

parole ; il paraissait tout à fait gagné à la cause des travaux publics, et parla de la nécessité d'achever ces lignes de chemins de fer déclarées d'utilité publique, et de l'indifférence pour le budget de payer, chaque année, la garantie d'intérêt aux compagnies chargées de leur établissement, ou de servir l'intérêt et l'amortissement d'un emprunt contracté par l'Etat, pour les construire lui-même.

La loi fut aussi votée au Sénat, et sa détermination fut enlevée, paraît-il, par les déclarations réitérées du ministre des Travaux publics, écartant l'idée de l'exploitation définitive pour l'Etat, et celle du rachat des grandes compagnies ; la commission du Sénat s'était d'ailleurs élevée hautement contre elles.

Pourtant, le désir intime de ceux qui avaient conçu cette loi était bien, semble-t-il, d'avoir voulu créer un réseau de l'Etat, exploité par lui, ceci dans le but de s'en servir comme base d'un plan ultérieur, dont l'objet aurait été la mainmise sur l'ensemble des voies ferrées (1). En effet, pendant que le Parlement discutait le rachat des chemins de fer, et votait son instrument financier, l'étude du projet de M. de Freycinet s'achevait, et dans le courant du mois de juin, quelques jours après la promulgation de la loi créant le 3 0/0 amortissable, il était déposé sur le bureau de la Chambre des députés.

(1) Cette opinion était accréditée auprès de beaucoup de financiers de l'époque, et leurs écrits s'en font l'écho (Isaac Pereire, *La question des chemins de fer* — l'« Economiste français » du moment). Elle fut reprise plus tard, par un auteur allemand, qui a longuement écrit sur la question des chemins de fer en France : de Kaufman, *La politique française en matière de chemins de fer*.

Ce plan (il a reçu le nom de son auteur, et nous le désignerons ainsi désormais), comprenait, au moment de sa rédaction primitive, 9.581 kilomètres (1) de chemins de fer à construire par l'Etat, puis, il laissait prévoir des travaux pour l'amélioration des ports et des voies navigables.

Avant que les Conseils généraux, consultés dans leur session d'août, n'aient donné leur avis, des membres du Parlement avaient déjà demandé d'autres lignes. Les conseillers généraux ajoutèrent au chiffre premier, quelques centaines de kilomètres, mais à la rentrée des Chambres, surtout chez les Députés, ce fut une véritable surenchère ; la grande majorité d'entre eux avait à signaler, pour sa circonscription, l'opportunité de quelque embranchement, si bien que le texte voté par la Chambre et présenté au Sénat pour y être discuté, se trouvait accru de près de 2.000 kilomètres.

Dans cette dernière assemblée, des voix autorisées émirent des critiques très vives. En particulier, M. Klantz, inspecteur des ponts et chaussées et rapporteur de la commission sénatoriale, reprochait surtout au projet son ampleur et la rapidité avec laquelle on voulait l'exécuter. Un sénateur de droite, M. Boscher, envisagea son utilité pratique ; il trouvait défectueuse, l'immixtion de l'Etat dans l'exécution des travaux de chemins de fer, et prédisait l'improductivité des lignes nouvelles. A ces arguments, M. de Freycinet opposa la considération de l'intérêt

(1) Sur ce chiffre, 2.800 kilomètres avaient été déjà autorisés, et 2.355 kilomètres d'intérêt local changeaient de catégorie. (Chiffres donnés par Kauffmann, dans son ouvrage déjà cité).

de la nation en jeu dans cette entreprise ; lui seul l'avait poussé à la mettre en train, à l'exclusion de toute autre préoccupation ; soit tendance politique, soit désir de popularité. Il eut gain de cause, même il fut voté quelques amendements, venant ajouter quelques kilomètres nouveaux. La loi passa définitivement le 17 juillet 1879. D'après elle, l'Etat prenait à sa charge 12.000 kilomètres et ce chiffre déjà élevé, fut augmenté encore au cours des années suivantes.

Les ports et les voies de communications par eau avaient aussi leur part dans le plan Freycinet, mais ils passaient un peu dans l'ombre, auprès des chemins de fer, largement dotés. Alors que près de 4 milliards étaient prévus pour les voies ferrées, une dépenses de 500 millions environ, était envisagée pour l'amélioration des ports, encore 130 millions s'appliquaient-ils à des projets antérieurs. Ces crédits devaient être disséminés sur tout le littoral.

Ceux destinés aux canaux et rivières, étaient votés un peu plus tard. L'emploi de ces voies de transports, négligé, à l'apparition de chemins de fer, était assez vite revenu en honneur ; leur économie en certains cas s'imposa, et les fit envisager comme le complément nécessaire des lignes de chemins de fer ; mais il y avait beaucoup à faire pour atteindre ce résultat. M. de Freycinet avait prévu des travaux d'amélioration sur 4.000 kilomètres de rivières et 3.600 de canaux, puis l'aménagement de 1.400 kilomètres nouveaux pour les canaux.

Lui, ses collègues du gouvernement et leurs successeurs, se croyaient en possession d'une mine de res-

sources intarissables, et fort de l'autorisation du Parlement, ils se mirent à l'œuvre avec la même ardeur fiévreuse, dont les Députés avaient fait preuve, dans l'élaboration du grand programme. La France se couvrit de chantiers : partout on commençait des lignes, de tous côtés l'on travaillait à l'amélioration des ports et des voies navigables. L'administration méconnaissait la nécessité de concentrer le travail, pour le diviser davantage et pour le rendre plus productif. Elle négligeait une économie considérable en outillage, qu'elle devait entièrement constituer, commençant un genre nouveau d'entreprises ; elle employait aussi trop de main-d'œuvre parce que disséminée, encore la perte qui en résultait, ne profitait-elle pas aux nationaux, car on avait dû faire appel aux ouvriers étrangers.

La hâte apportée à l'aménagement des voies de communications avait aussi pour effet de donner aux industries productrices des matériaux nécessaires une grande activité mais elle était un peu factice, et l'on pouvait la prévoir passagère ; elle leur causerait donc des mécomptes tôt ou tard, car elles s'organisaient en vue de fournir à des commandes dont la continuation ne serait pas de longue durée. Ces défauts allaient avoir une fâcheuse répercussion sur la vie économique du pays ; les budgets devaient la subir, et puis encore un autre préjudice : les insuffisances de rendement des nouvelles lignes lors de leur ouverture, et ceci pour des raisons que l'on n'a pas oubliées ; il aurait à les solder, soit par la garantie d'intérêt, si l'Etat concédait l'exploitation des voies ferrées à leur ouverture, soit directement, s'il tenait à la diriger lui-même.

Cette question n'avait pas été résolue dans la loi du 14 juillet 1879, mais, nous venons de le voir, M. de Freycinet avait acquis de nombreuses adhésions, en écartant l'idée de l'exploitation directe. On pouvait craindre, toutefois, de voir durer la gestion commencée, dans l'attente d'une convention avec la compagnie de Paris à Orléans ; elle était longue à s'élaborer et parfois il arrive que le provisoire menace de s'éterniser. Mais ici, ce n'était guère à redouter, parce que adversaires et partisans avaient à cœur de voir leurs idées triompher. D'ailleurs les négociations n'avaient pas été interrompues ; un projet de convention avait été rédigé, visant dans son objet, le remaniement du réseau de la compagnie de Paris à Orléans, et de celui récemment acquis par l'Etat dans leurs parties voisines. M. de Freycinet allait en saisir le Parlement, quand celui-ci, sur la proposition d'un député, M. Nadaud, prit l'initiative d'étudier le meilleur procédé d'exploitation à utiliser. Le rapporteur de la commission nommée à cet effet, M. Wilson, un adversaire notoire des compagnies, concluait au rachat de celle de Paris à Orléans. On était alors à la fin de 1880 ; M. de Freycinet avait quitté le pouvoir et son successeur était peu sympathique aux compagnies ; mais avant que le rapport de M. Wilson ne fût discuté, il était remplacé par M. Varroy. Lui déposa un projet de convention avec la compagnie de Paris à Orléans, mais la commission de la Chambre, chargée de l'examiner, la rejeta.

A cette époque, les ministres changèrent souvent ; tantôt, ceux qui détenaient le portefeuille des Travaux publics étaient rachatistes, tantôt, ils étaient adversaires de

l'exploitation directe ; aussi les projets alternaient, l'un dans un sens, le suivant dans l'autre, et aucun n'aboutissait. Ce n'était pas que la majorité n'eut son opinion faite ; elle était favorable à la gestion de l'Etat, mais les ministres passaient trop peu de temps au pouvoir, et puis, ceux dont le projet était conforme aux désirs de la majorité ne mettaient aucun empressement à le faire aboutir, car, au fond, ils n'étaient peut-être pas convaincus de son opportunité.

C'est que la situation n'était plus aussi brillante, tant pour les finances publiques que pour le marché national ; les défauts du plan Freycinet et les fautes de son exécution commençaient à se faire sentir ; le budget se grevait de grosses sommes à cause d'elles, et les excédents avaient disparu, pour faire place aux déficits. Le marché des valeurs n'avait de son côté aucune activité ; déjà fâcheusement éprouvé par les liquidations désastreuses de l'année 1882, il se croyait toujours sous le coup de nouvelles émissions de rentes, aussi les fonds d'Etat avaient fléchi, demeuraient dans les bas cours, et le 3 0/0 amortissable ne se classait pas.

Le Parlement fut à la fin pris d'inquiétude ; dans les derniers mois de l'année 1882, M. Hérisson, en possession du portefeuille des Travaux publics, à la suite du départ de M. Raynal, mis en minorité sur un projet d'entente avec la compagnie de Paris à Orléans, dû à l'inspiration de Léon Say revenu au pouvoir, chargea une commission extra-parlementaire d'étudier la question du rachat sous tous ses aspects. Elle s'y montra nettement hostile, tant au point de vue financier qu'à celui de l'exploitation matérielle.

La discussion reprenait sur ces bases à la Chambre, car il fallait une solution urgente : le prix d'estimation des travaux avait plus que doublé depuis le dépôt du plan Freycinet. M. Alain Targé défendait toujours avec acharnement l'intervention de l'Etat, mais il avait des adversaires chaque jour mieux écoutés, à mesure que la situation financière devenait plus critique. C'était M. Ribot, qui conseillait avec M. Henry Germain le retour aux procédés d'autrefois ; c'était Léon Say, et aussi M. de Freycinet, qui défendaient leur conception à la tribune, après avoir montré que les difficultés où l'on était acculé ne lui étaient point imputables, mais qu'elle avait été faussée. Ils préconisaient comme seul remède possible, l'entente avec les compagnies, car elle permettrait de ne point abandonner l'exécution du programme. Cette solution devint bientôt inévitable, parce que rassurés par la perspective de voir les travaux se poursuivre, de nombreux députés et sénateurs ne pensaient plus au rachat. Ce fut, par un de ces phénomènes vraiment curieux, dont la politique offre souvent des exemples, à deux hommes, hier encore partisans acharnés du rachat, que revenait la tâche d'élaborer les conventions. Pour se justifier de ce revirement d'opinion, ils rappelaient l'adage anglais : *In and out* ; au pouvoir, l'on ressent la responsabilité que l'on ne soupçonnait pas avant d'y être. Leur projet, le Parlement le vota, malgré l'opposition de M. Alain Targé, et celle de M. Nadiér de Montjean ; il fut la base des fameuses conventions de 1883.

D'après elles, les compagnies mettaient leur crédit au service de l'Etat, (c'était un échange de bons procédés, et

la reconnaissance pour le service analogue rendu jadis) ; elles emprunteraient, pour continuer et parachever les travaux de chemins de fer entrepris par lui, des capitaux dont il leur servirait les annuités. Le Trésor assumait ainsi, dira-t-on, une charge identique à celle qu'il eût contractée, s'il avait continué à emprunter lui-même, puisque les Compagnies émettaient une sorte de 3 0/0 amortissable ; mais la personnalité de l'emprunteur n'était pas la même ; or, elle joue un grand rôle dans la réussite d'un emprunt. Cette influence était encore accrue, par ce fait, que la comptabilité de l'Etat se dévoile chaque année et s'étale au grand jour, plus que ne le fait celle des compagnies privées ; il est alors plus aisé de prévoir l'époque d'une émission ; pour y prendre part, des ventes s'opèrent sur des mêmes valeurs, les cours baissent, et influencent le taux du nouvel emprunt. L'Empire avait déjà expérimenté ces inconvénients, lorsque, de 1857 à 1863, il avait emprunté pour les compagnies ; mais il avait dû vite abandonner ce procédé, désavantageux pour tous, et laisser les compagnies solliciter elles-mêmes le crédit. On ne faisait guère autrement en 1883.

L'Etat continua seulement d'établir et de gérer le réseau formé avec les petites lignes rachetées et remanié à la suite d'une convention avec la compagnie, de Paris à Orléans, (elle avait enfin abouti). Les compagnies, elles, se sont chargées de construire les lignes inachevées, ou votées ; le nombre de kilomètres qu'elles acceptaient ainsi d'aménager, était respectable : 11.845 kilomètres.

Elles n'y ont pas apporté la rapidité dont l'Etat avait voulu user ; chaque année, jusqu'à la fin du siècle der-

nier, c'est-à-dire pendant la période où elles avaient à poursuivre le plus activement leurs travaux, elles ont livré à l'exploitation, 650 kilomètres de voies nouvelles en moyenne, alors que de 1880 à 1883, l'administration de l'Etat en avait ouvert plus de 4.000 kilomètres. Le marché des valeurs de chemins de fer, par sa hausse continue, (jusqu'à ces dernières années toutefois), succédant à une tendance inverse du 3 0/0 amortissable pendant ses émissions, paraît être la meilleure preuve de l'opportunité des conventions de 1883.

Grâce à elles, le plan Freycinet se trouvait déchargé de sa plus grande masse ; on avait poursuivi les travaux des ports et des voies fluviales avec le manque d'ordre et d'idée d'ensemble, caractéristique de la ligne de conduite suivie pour les chemins de fer. Bien que ceux-là fussent de moindre importance, l'Etat s'en est déchargé dans la plus large mesure, sur les départements, les communes, et les Chambres de commerce. En tous cas, lorsqu'il se fit lui-même entrepreneur, il n'employa pas, à se procurer des capitaux, l'instrument financier de Léon Say. Le Grand livre se trouva donc à peu près fermé pour lui vers l'époque où se passaient les conventions avec les compagnies. Son histoire n'était point achevée cependant, mais elle avait vécu ses heures les plus critiques ; nous y arrivons après ces préliminaires, trop longs peut-être, mais ils nous ont paru nécessaires, pour aider la rapidité de son exposé, et sa compréhension.

TROISIÈME PARTIE

La rente 3 0/0 amortissable.

CHAPITRE PREMIER

SA CRÉATION, SES CARACTÈRES JURIDIQUES PROPRES, QUESTIONS SOULEVÉES A LEUR OCCASION

Nous avons vu, à la suite de quelle intervention, Léon Say, rompant avec ses déclarations de l'année précédente, s'était décidé à donner son appui au projet de Grands Travaux Publics, et à présenter un programme financier qui allât de pair avec lui.

Il nous paraît douteux d'attribuer cette détermination uniquement aux arguments mis en valeur par Gambetta, et à son talent oratoire. Assurément, l'utilité des travaux que la jeune République voulait offrir au pays, comme don de joyeux avènement, était certaine, mais il est assez peu vraisemblable que l'opinion de M. Say ait tant varié à leur endroit, dans l'espace de quelques mois, depuis qu'il disait à M. le Cesne (1) : « J'é reconnais avec M. le

(1) A la Chambre des députés, séance du 19 mars 1877. M. Le Cesne

Cesne, que notre outillage de chemins de fer n'est pas assez développé, et qu'il faut chercher par tous les moyens acceptables à le développer. Cependant s'il est partisan de cette doctrine, qu'il n'y a pas de dépenses trop élevées, pourvu qu'elles soient utiles, ne voit-il pas tous les jours, que nous refusons des dépenses même utiles, parce que nous ne pouvons y faire face ? L'utilité de la dépense n'est pas la justification de la dépense, il faut y ajouter la nécessité. »

Si, personnellement, Léon Say ne croyait pas à la nécessité d'apporter trop de hâte à l'achèvement du réseau des voies de communications, et surtout de les faire aménager par l'Etat, il voyait chez ses collègues, des opinions tout autres, qu'ils affirmaient très nettement, et paraissaient décidés à faire aboutir. Ils ne manqueraient pas, car ils représentaient un courant d'idées très puissant, de lui trouver, s'il s'obstinait à leur refuser de s'associer à leurs projets, un successeur moins scrupuleux, qui ouvrirait le Trésor et le Grand Livre, pour satisfaire aux besoins de fonds.

C'en serait alors fini de la gestion économe des deniers publics, instaurée par M. Thiers au lendemain de la guerre, et qui, continuée par Léon Say, avait rapidement amené des excédents dans le budget. Celui-ci ne tarderait pas à devenir aussi pauvre qu'auparavant ; obligé de s'alimenter par l'emprunt, il ne pourrait pas, sans doute, continuer à tenir ses engagements, ou bien, il le ferait dans

était intervenu dans la discussion d'un projet de loi visant la déclaration d'utilité publique de plusieurs lignes de chemins de fer et l'approbation d'une convention avec la compagnie de Paris à Orléans.

des conditions ruineuses, en augmentant encore la dette, et l'apurement du compte de liquidation se trouverait en fait ajourné.

En se prêtant à ce mouvement, qu'il sentait irrésistible pour l'heure présente, M. Say voyait aussi, peut-être, une occasion de donner une extension nouvelle et plus intéressante à ses idées sur l'amortissement. Celui-ci n'existait plus en fait pour la dette perpétuelle, mais se faisait d'une manière intensive, pour certains engagements contractés après nos revers, afin de faire face aux dépenses de la première heure, et à la réfection de nos armements.

C'étaient les comptes de liquidation : un premier avait été ouvert de 1871 à 1875. Il avait été alimenté par un emprunt à la Banque de France, de près de 500 millions, ce qui portait ses avances à 4.500 millions, puis par la négociation des rentes que la caisse d'amortissement avait en portefeuille, enfin par diverses sources qu'il n'y a aucun intérêt à rappeler ici. En 1875, un deuxième compte avait été amorcé ; son objet était uniquement la réorganisation de notre outillage militaire. Les fonds lui étaient fournis, d'abord par l'émission d'obligations sexennaires, puis trentenaires ; les unes et les autres étaient des titres amortissables, au cours d'une période plus ou moins longue.

Il avait été prévu, pour l'extinction de ces divers emprunts, un crédit de 200 millions ramené par la suite jusqu'à 150 millions. Malgré cette charge considérable, le budget arrivait en 1875 à se solder par des excédents, et le moment n'était pas loin, où l'amortissement des comptes

de liquidation allait devenir moins exigeant. Le montant des avances de la Banque de France avait beaucoup diminué, il était de 150 millions seulement en 1879. Quand il serait soldé, une partie du crédit allait se trouver libre, parce que le deuxième compte de liquidation, pas encore réalisé en entier, serait remboursé plus lentement.

Il était aisé de prévoir d'après les tendances de la nouvelle majorité et son attitude vis-à-vis des excédents budgétaires, l'emploi qu'elle réservait aux sommes actuellement consacrées à réduire notre dette ; elles étaient guettées par les partisans du dégrèvement. En leur donnant par avance une destination, Léon Say se flattait sans doute de les retenir au service de l'amortissement, il le rendrait obligatoire pour l'emprunt qu'il pensait contracter, afin d'alimenter le Grand Programme des Travaux Publics.

Doublé de cette manière, celui-ci lui paraissait moins dangereux pour nos finances. Il apportait avec lui un principe d'extinction automatique, et par ses dépenses ne viendrait pas grossir le chiffre si élevé de la dette perpétuelle.

Le trésor aurait bien chaque année, à supporter une charge plus élevée que celle d'un emprunt ordinaire, mais elle aurait un terme assez proche, et bientôt, après la période des travaux de premier établissement, elle serait compensée par des recettes d'exploitation.

Et puis, l'Etat voulait faire une entreprise analogue à celle des Compagnies de chemins de fer, il était assez logique de s'inspirer, pour se procurer les capitaux nécessaires, du procédé qui leur réussissait si bien : l'obligation amortissable. Les Pereire avaient tout au moins

songé à l'adopter, car il semble bien qu'ils en avaient copié le type, dans les procédés usités par les départements et les municipalités, quand des capitaux leur sont nécessaires.

C'est au fond le principe de l'annuité terminable anglaise : rembourser insensiblement le capital, en majorant les intérêts d'une petite somme, mais il reçoit une autre expression ; au lieu de donner à chaque rentier, en plus de l'intérêt stipulé, une petite fraction de son capital, lui laissant le soin de le reconstituer en un temps déterminé, ce supplément est centralisé, puis réparti entre quelques prêteurs. Ils reçoivent ainsi le montant intégral de leur créance, mais ils perdent, de ce jour, tous droits aux intérêts.

Il suffit de majorer d'une somme très faible le service des rentes d'un emprunt, pour le rembourser sans gros sacrifice, si la période est assez longue.

Ce procédé d'amortissement présente sur ceux employés jusqu'alors en France, un avantage considérable ; les titres remboursés sont détruits et ne courent pas le risque d'être remplacés à perte sur le marché en un moment de gêne. Il ne permet pas sans doute de profiter des bas cours pour le remboursement, parce qu'il est généralement stipulé au pair, mais ce désavantage trouve sa compensation lorsque les cours sont très hauts. L'amortissement s'opère, en fait, à un taux moyen et il n'y a pas lieu de le suspendre, ou de le rétablir, suivant les fluctuations de la Bourse.

Léon Say arrêta donc son choix sur l'obligation amortissable des chemins de fer ; mais en l'érigeant en un

fonds d'Etat, il lui fit subir quelques modifications. Son projet de loi fut assez vite élaboré ; il le déposait sur le bureau de la Chambre dans les premiers jours de février, un mois environ après qu'elle eut donné son assentiment à l'étude du plan Freycinet.

Il en demandait en même temps le renvoi à la commission du Budget. C'est le procédé toujours de plus en plus employé pour faire aboutir rapidement un projet de loi, car il n'y a pas lieu de nommer une commission spéciale, et sa discussion prend place parmi celle des articles de la loi de Finances.

D'aucuns demandèrent une étude plus approfondie ; à leur avis, la commission du budget examinerait la question incidemment ; or, l'importance de la loi, pour laquelle on voulait ainsi faire diligence, ne leur échappait pas ; elle apportait une innovation dans les procédés d'emprunts usités par l'Etat jusqu'à ce jour. MM. Haentjens et Rouher intervinrent à ce sujet ; il semble bien, d'après leur attitude ultérieure, qu'ils étaient animés du seul désir de sauvegarder les formes habituelles, dans l'étude des projets de lois. Mais celles-ci eussent beaucoup gêné le gouvernement, car le rachat des petites Compagnies allait être bientôt discuté à la Chambre, et sa réalisation, difficile à différer, exigerait des capitaux disponibles ; il était ainsi de la plus haute importance, de faire voter en même temps les moyens financiers nécessaires.

Les ministres, dans leurs réponses à MM. Haentjens et Rouher, protestèrent contre l'importance prêtée aux projets de Léon Say : « Le projet dont vous êtes saisi a

pour but de donner au gouvernement le moyen de procéder au rachat des petites Compagnies de chemins de fer, dont vous connaissez la situation plus que critique. Nous allons examiner la valeur du procédé proposé par le ministre des Finances, pour le rachat des petites Compagnies de chemins de fer, nous ne dépasserons pas cette limite, nous ne sommes saisis de rien de plus (1). » Ils n'avaient, à les entendre, pas d'autre portée que de fournir des fonds, pour indemniser les petites compagnies expropriées et achever leurs travaux ; l'examen de ce projet par la commission du budget était tout indiqué, car elle était déjà chargée de celui du projet de rachat. La Chambre lui donna aussi, par son vote, à étudier celui de Léon Say ; aucune retouche n'y fut apportée et l'on commença de le discuter à la Chambre des députés le 16 mars 1878.

Son auteur avait, dans son énoncé, exposé les caractères du nouvel emprunt avec tant de clarté, que nous ne pouvons mieux faire pour les dégager que de le reproduire.

« Le titre de crédit auquel nous nous sommes arrêtés après mêmes délibérations est calqué comme type et comme délai d'amortissement sur celui des obligations 3 0/0 des chemins de fer. Nous avons adopté le *délai d'amortissement de soixante-quinze ans* par tirages au sort annuels. C'est un terme rapproché de celui des obligations qui sont aujourd'hui en circulation. Il correspond à l'année 1853.

Quant au type, on sait que celui qui a été généralement

(1) M. Gambetta, *Journal Officiel*, 8 février 1878, p. 1284.

adopté par toutes les compagnies de chemins de fer est le *type 3 0/0* avec des *coupures minima de 15 francs* de revenu, subissant une retenue sur la transmission et sur le revenu. Notre futur 3 0/0 amortissable *en sera naturellement exempt* comme tous les titres de rentes de l'Etat. La seule différence qui pourra subsister entre cette rente nouvelle et les autres rentes émises par l'Etat, c'est que ces dernières sont rachetables, remboursables et convertibles, tandis que la nouvelle rente sera *amortissable* ainsi que nous l'avons dit mais *pas convertible*. » Les débats furent courts à la Chambre. Seul, le principe dont il allait être fait une nouvelle application fut combattu de façon à retenir l'attention. Encore le fut-il après coup, alors que son application en était déjà votée, par un membre de la majorité : M. Rouvier.

Il s'étonna, en montant à la tribune, de n'y avoir pas été précédé par un député de l'opposition, qui eût assumé la tâche de faire ressortir l'inopportunité de la forme proposée pour l'emprunt. Il la critiqua en s'inspirant des considérations que nous avons exposées au début de cet ouvrage et, en outre de celle-ci, que l'amortissement n'est pas commandé par notre situation budgétaire et que la combinaison proposée n'aura pas nécessairement pour conséquence un amortissement effectif. Il appuyait ses dires d'une considération propre à l'emprunt : Son objet, doter le pays de nouvelles sources de richesses, lui semblait exclure la préoccupation d'assurer son remboursement, car il suffira largement à compenser les intérêts que le Trésor aura pris à sa charge.

Cet argument, auquel nous nous arrêterons un peu

parce que spécial et en dehors des théories générales en la matière examinées ailleurs, est séduisant ; mais il ne tient pas compte de la nécessité où se trouve toute exploitation industrielle, de recommencer, de temps à autre, tout ou partie de ses frais de première installation.

Les chemins de fer, en particulier, ont un matériel dont l'usure est assez rapide ; il a fallu, en outre, l'améliorer et l'augmenter considérablement, pour répondre aux exigences modernes. L'emploi de machines plus puissantes et l'accroissement d'intensité du trafic, ont demandé, en maint endroit, la réfection des voies et des travaux d'art prévus, lors de leur établissement, pour supporter un effet moindre. Et depuis, l'expérience a démontré l'inaptitude générale de l'Etat, pour exploiter avec profit une industrie ; celle des chemins de fer, entre autres, où il éprouve les plus graves mécomptes, au détriment des contribuables et de la clientèle.

Ce sont des objections faites après coup, dira-t-on, et s'inspirant de l'expérience ; cependant, la première eut pu être soulevée, mais il n'était pas rare de trouver accréditée cette opinion, que les frais de premier établissement soldés, l'ère des grandes dépenses serait close. M. Rouvier, d'ailleurs, n'entendait pas faire échouer le projet d'emprunt ; il lui avait donné sa voix, pour en faire l'expérience, disait-il, mais c'était sans doute par discipline de parti.

La discussion dura peu à la Chambre ; son vote était acquis au projet, car il y avait soulevé beaucoup d'enthousiasme, un député alla même quelque temps après

jusqu'à proposer de convertir toute la dette en 3 0/0 amortissable.

Le Sénat, dans les quelques séances consacrées au projet de Léon Say, n'examina guère les caractères juridiques de l'emprunt. M. Chesnelong parla longuement, mais il s'attacha surtout à critiquer la politique financière qui se faisait jour. Le Sénat vota la création du 3 0/0 amortissable à une majorité aussi considérable que la Chambre, majorité qu'il lui donna, de nouveau et définitivement, dans le courant de juin, après une seconde lecture du projet.

Le Parlement est dans une certaine mesure excusable, d'avoir voté sans l'examiner bien à fond l'emprunt tel qu'on le lui proposait ; il était en effet peu élevé et puis, à en croire les déclarations ministérielles, il ne recevrait pas d'extension sans un nouvel examen approfondi. Les inconvénients n'en seraient donc jamais bien considérables, mais le 3 0/0 amortissable passa successivement de 5 millions à un milliard et demi, puis à trois, enfin au chiffre de 4.254.146.510 francs, et ces augmentations se firent, sans que personne ne demandât une modification des clauses de l'emprunt. Il continua d'être régi par celles stipulées tout d'abord.

A part M. Rouvier, qui s'éleva contre l'amortissement automatique dont l'emprunt fut doté, critique reproduite par la suite, personne ne prit la parole pour faire remarquer quels embarras pouvait susciter, dans la pratique, l'exécution des engagements pris par l'Etat.

Ils résultent des caractères juridiques propres au 3 0/0 amortissable, en particulier du taux de l'intérêt, et de la

présence du tableau d'amortissement avec ses conséquences générales, et celles qui découlent de son économie particulière, ainsi que nous allons l'exposer.

Servir un intérêt de 3 0/0 l'an, avait bien le désavantage de constituer l'Etat débiteur de sommes plus élevées que celles reçues, mais au taux du loyer de l'argent à cette époque, il paraissait exclure la possibilité d'une conversion pendant les 75 années que le 3 0/0 amortissable aurait à vivre. Léon Say estimait cette dette inconvertible ; il l'avait dit bien nettement dans l'exposé des motifs de son projet de loi. Sa déclaration n'avait pas trouvé place dans le texte définitif de la loi, sans doute parce qu'il le jugeait superflu, le tableau d'amortissement constituant, à ses yeux, un motif suffisant d'empêcher le remboursement anticipé du 3 0/0 amortissable, indispensable pour opérer une conversion.

Celle-ci, on le sait, consiste à ramener, par une diminution de l'intérêt servi, l'équivalence entre le taux de remboursement de l'emprunt et le taux de capitalisation actuel. Les dettes sont généralement contractées dans une période difficile, où la nécessité d'acquérir des capitaux oblige ceux qui les sollicitent, à consentir des avantages à leurs détenteurs. C'est toujours un taux d'intérêt élevé, soit sous cette forme directement, soit dissimulé par une différence entre la somme reçue du créancier, et celle qu'il s'engage à lui rembourser, l'intérêt étant basé sur cette dernière.

Avec le retour à des périodes prospères, le loyer de l'argent diminue ; ce phénomène se traduit par une élévation des cours auxquels se négocient les titres de

créances ; ils dépassent le taux de remboursement : le pair. Il est alors indifférent aux acquéreurs éventuels de les payer le prix du marché et de toucher l'intérêt convenu, ou de recevoir un intérêt moindre, mais en versant une somme d'argent proportionnellement inférieure. A cette dernière condition, l'emprunteur leur demandera les capitaux nécessaires, pour rembourser au prix convenu ses premiers créanciers, à moins que ceux-ci, certains de ne point trouver ailleurs avec leur argent le revenu qu'ils touchaient précédemment, ne consentent à une réduction de l'intérêt.

Le montant de la nouvelle dette est le même, mais les arrrages à servir sont moins élevés, aussi à chaque échéance, une économie appréciable est-elle réalisée.

Pour opérer ce bénéfice, il faut donc, au débiteur, la faculté de rembourser ses bailleurs de fonds quand bon lui semble. L'Etat le peut-il pour le 3 0/0 amortissable ? C'est ce que ne croyaient pas ses promoteurs, et ceux qui le votèrent ; personne ne protesta contre les paroles de Léon Say, et l'on ne peut mettre en doute, que les souscripteurs du 3 0/0 amortissable ne les aient prises en considération, bien que, pour eux, comme pour les membres du Parlement, nous l'avons déjà dit, la possibilité d'une conversion put sembler chimérique.

Elle fut pourtant bien près d'être réalisable à la fin même du siècle, qui, déjà à son déclin, avait été le témoin de sa naissance. En 1892, le 3 septembre, les cours s'inscrivaient à 100 fr. 70 et depuis ils se sont encore élevés. C'était le résultat d'un développement inattendu de la richesse et d'un retour à une meilleure politique financière.

Cette influence générale se fit sentir sur l'ensemble des valeurs, dont quelques-unes possédaient un tableau d'amortissement, comme la rente 3 0/0 amortissable.

Parmi elles, d'aucunes portaient un intérêt plus élevé, et ceux qui avaient à le servir, cherchèrent naturellement à diminuer une charge aussi peu en rapport avec les conditions actuelles du marché. Les tribunaux ont été appelés à se prononcer sur la question, à l'occasion des fins de non recevoir, opposées par certains créanciers ; les auteurs l'ont examinée, et le Parlement s'en est occupé à plusieurs reprises ; tout d'abord au sujet des obligations trentenaires, titre amortissable rapportant 4 0/0 d'intérêt, à propos de la conversion elle-même du 3 0/0 amortissable, puis de la modification du tableau d'amortissement, car l'exécution littérale de ses conditions était apparue grosse de conséquences pour les budgets, à de certains moments.

Le point de départ de la controverse gît dans l'interprétation de l'article 1187 du Code civil. D'après lui, le terme est toujours présumé en faveur du débiteur, à moins qu'il ne résulte de la stipulation ou des circonstances qu'il a été convenu en faveur du créancier.

La question se pose de cette manière ; une personne qui a émis un emprunt amortissable dans un délai déterminé, peut-elle, dans le silence des conventions, imposer à son créancier un remboursement anticipé ? Le tableau d'amortissement constitué un terme, il n'indique pas, il est vrai, la date du remboursement de chaque titre en particulier, il laisse au sort le soin de le dire, mais il spécifie l'époque de chaque tirage et la quantité de titres à

désigner par chacun d'eux. Une dette qui présente ces caractères doit bien, semble-t-il, tomber sous le coup de la présomption inscrite à l'article 1187. Il n'y a aucune stipulation, avons-nous dit, pour réserver au créancier le bénéfice du terme ; mais il y a également des circonstances, ajoute la loi, qui peuvent le lui donner. Quelle importance et quelle signification peut-on donner à ce mot ? Elles doivent être recherchées dans l'intention des parties qui ont contracté et dans le mode d'obligation qui les lie. C'est dans l'espèce un prêt d'argent, un prêt à intérêt ; la présence de celui-ci incline la grande majorité des auteurs à croire, chez le créancier, l'intention de vouloir profiter du terme concurremment avec le débiteur ; elle fait présumer chez celui-là le désir de tirer un profit de ses capitaux, et ce profit, pour être réel, réclame dans le prêt une certaine stabilité, une durée qui ne soit pas indéterminée et ne repose pas sur la volonté unique du débiteur, maître de fixer à son gré, aujourd'hui ou demain, la date du remboursement.

Des auteurs, parmi eux nous citerons Larombière et Laurent, voient dans tout prêt à intérêt une dérogation à la présomption de l'article 1187. Il y a pour lui, à leurs yeux, une règle particulière, car ils estiment le terme stipulé en la faveur de toutes les parties. D'autres (1) estiment avec raison, qu'il faut faire la part des circonstances qui ont concouru à la formation de la dette ; si l'intention de faire une opération durable était celle du créancier, elle dénote, chez lui, celle de vouloir profiter du terme.

(1) Aubry et Rau, M. Planiol et la plupart des auteurs.

Il n'est personne pour croire au désintéressement de ceux qui souscrivent à des obligations amortissables, émises par une société commerciale, une municipalité ; ils envisagent avant tout un emploi avantageux de leurs capitaux, trouvant là un intérêt digne de retenir l'attention.

Cet attrait est parfois renforcé d'une prime de remboursement, constituée par la différence entre la somme versée et celle rendue ; le débiteur se reconnaît redevable d'un capital supérieur à celui qu'il a reçu. Dans ces conditions, le créancier, semble-t-il, désire être remboursé le plus tôt possible, afin d'accroître son capital. Une semblable préoccupation n'exclue-t-elle pas chez lui l'idée de se réserver le bénéfice du terme ? Il ne rechercherait pas un placement durable, mais il ferait plutôt une spéculation.

Cette opinion séduisante n'a pas manqué d'avoir des partisans ; mais elle résiste peu à l'examen. Evidemment, certains ont souscrit à des opérations de ce genre, avec l'espoir de toucher la prime de remboursement, sinon en totalité, du moins en partie, escomptant une hausse des cours. D'autres, beaucoup plus nombreux, ont voulu faire un véritable placement ; ils se sont assurés en quelque sorte, en consentant à recevoir un intérêt moindre, compensation qui accompagne presque toujours l'existence d'une prime de remboursement, contre la baisse du taux de l'intérêt. Le pair ne sera pas atteint de sitôt, ont-ils pensé, il faudra tout d'abord combler la marge ménagée par le taux d'émission ; ils ont pu croire aussi à l'inconvertibilité de leurs créances.

Et puis, les titres ne restent pas toujours la propriété de ceux qui les ont souscrits les premiers ; ils font chaque jour l'objet de transactions multiples et leurs cours demeurent rarement identiques. Ils se sont élevés d'une façon continue, en raison de la baisse du taux de l'intérêt, pour toutes les valeurs inspirant confiance. Elles ont voisiné et même dépassé de pair ; acquises dans ces conditions, il ne peut venir à l'idée de personne de faire valoir l'attrait d'une prime de remboursement, chez un autre que chez le vendeur.

Lui seul la touche, l'acquéreur ne peut être soupçonné d'y songer, puisqu'il paie environ le prix qu'il est appelé à toucher au remboursement ou même plus. C'est un spéculateur, ou, plus probablement, car les variations sont de faible amplitude pour les titres de ce genre, un capitaliste à la recherche d'un bon placement. Il est donc impossible de généraliser le désir de certaines personnes, de voir immédiatement rembourser des titres amortissables, parce qu'il y a une prime, et d'en conclure pour tous, l'intention de renoncer implicitement au bénéfice du terme.

Cette opinion n'est pas mise en doute par les auteurs, cependant M. le professeur Politis (1) introduit une distinction quand l'Etat intervient comme emprunteur.

Le capitaliste qui lui apporte ses deniers recherche bien son profit et lui seul, tout comme celui qui avance des fonds à une société commerciale, mais ici des intérêts privés sont uniquement en jeu, et la présomption serait

(1) M. Politis, *Revue générale de Droit international*, publiée année 1904, pp. 691 et suiv. au sujet des « Accords Franco-Anglais ».

en faveur du créancier ; là, au contraire, les intérêts des particuliers entrent en concours avec ceux de l'Etat. « Celui-ci est présumé agir dans des conditions les meilleures et les plus profitables pour ses finances ; il a dû envisager l'hypothèse où la situation du marché financier lui permettrait à l'avenir d'alléger le fardeau de sa dette au moyen d'une conversion. » Le souscripteur d'un emprunt public ne doit pas négliger ce point de vue et la présomption tourne contre lui. »

Il nous paraît difficile de souscrire à cette théorie déjà soutenue par M. Politis en 1894 (1) et développée quelques années auparavant, ainsi que nous le verrons à la tribune de la Chambre, par M. de Soubeyran. Nous ne pouvons admettre que l'Etat puisse se réserver pour lui seul le bénéfice des contrats qu'il passe. Que fait-on alors de l'axiome : l'Etat est réputé honnête homme ? Cette manière d'agir serait assurément funeste à son crédit, car il n'est personne pour accepter des contrats léonins tels que celui-ci. Aussi nous nous associons volontiers à la réfutation de cette thèse, donnée par un autre Professeur (2). « Tout d'abord je ne vois pas, écrit M. Jèze, la différence qu'on veut faire entre les emprunts de sociétés privées et les emprunts d'Etat. Du côté des prêteurs de deniers, on reconnaît que la situation est la même. Je prétends qu'il en est de même du côté de l'emprunteur. Si l'Etat a dû envisager, dans l'intérêt de la bonne gestion des finances

(1) Son livre sur les emprunts d'Etats en Droit international, pp. 166 et suiv.

(2) M. Jèze, *Revue de science et de législation financière*, 1905.

publiques, l'hypothèse où la situation du marché financier lui permettrait à l'avenir d'alléger le fardeau de sa dette au moyen d'une conversion, croit-on que le devoir des administrateurs d'une société commerciale n'est pas de réduire au minimum les charges de la société qu'ils administrent et d'augmenter le dividende des actionnaires. Ils ne sont là que pour cela ; les prêteurs de deniers devraient le savoir et la conversion serait donc possible.

« La vérité qu'il ne faut pas se lasser de répéter, c'est qu'il ne faut pas abuser, en matière d'engagements financiers, des raisons nées de l'intérêt public. Ce fut la politique de l'ancien régime et de la Révolution, d'opposer aux créanciers publics des fins de non recevoir de ce genre. Ce ne sont pas des modèles à suivre. La conversion d'utilité publique, ce serait, dans les circonstances que l'on dit, une expropriation pour cause d'utilité publique. » Elle voisinerait une banqueroute partielle.

La divergence rencontrée parmi les auteurs, règne aussi dans la jurisprudence, car elle est parfois favorable au débiteur mais le plus souvent au créancier.

La Cour d'appel de Bordeaux, par un arrêt du 21 septembre 1877, reconnaissait à un département (la Haute-Vienne) le droit de rembourser un emprunt amortissable avant l'expiration de la période fixée ; elle basait son arrêt sur la présence d'une prime de remboursement, à cause de l'intérêt du créancier à la toucher au plus tôt, intérêt excluant de sa pensée l'idée de se réserver le bénéfice du terme final. On trouve en date du 18 février 1888 un arrêt de la Cour de Bruxelles dans le même sens et s'inspirant des mêmes motifs. Enfin, deux

autres jugements beaucoup moins importants des Cours de Gand et de Bruxelles, le 16 juin et 26 décembre 1900.

L'autre thèse possède à son actif des décisions plus nombreuses et plus connues. Celles de Nancy en 1882, du Tribunal de la Seine en 1887, du Tribunal fédéral Suisse en 1890, reproduite en 1895, de la Cour d'appel de Bruxelles en 1893 (le 26 avril) enfin celle du Tribunal de la Seine le 18 juillet 1895 confirmée par la Cour de cassation l'année suivante le 21 avril 1896. Ces dernières, rendues contre la compagnie de l'Est font époque ; elles ont été très remarquées et commentées par les auteurs et les journaux financiers. D'aucuns, parmi eux (1), y voulaient voir une jurisprudence isolée, dictée par des raisons propres à l'emprunt. Elle se trouve au contraire en nombreuse compagnie, mais elle allait à l'encontre d'opinions et d'actes récents du Parlement.

Celui-ci, au moment où il allait voter la dernière augmentation du capital de la rente 3 0/0 amortissable, discutait et décidait le remboursement des obligations trentenaires.

C'étaient des titres analogues au 3 0/0 amortissable, émis peu avant, en 1876, mais d'un marché moins étendu, rapportant 4 0/0 l'an et pourvus d'un amortissement plus rapide : il devait prendre fin en 1907. Grâce au taux plus élevé de l'intérêt, ces obligations avaient dépassé le pair : elles cotaient 526 francs en 1890. M. de Soubeyran (2), par un amendement à la loi du budget de 1891, proposa

(1) *Economiste Français*, 1897, t. I.

(2) *Journal Officiel*, 1890. Séance du 1^{er} décembre, Chambre, *in-extenso*, p. 2354.

leur remboursement total. Il fit valoir des raisons analogues à celles invoquées par M. Politis ; il dit encore n'avoir rien trouvé dans la loi de 1876, qui mit en doute le droit de remboursement avant l'échéance. « Ce que les capitalistes qui ont souscrit ces annuités ont compris, c'est que pendant l'existence des obligations trentenaires, ils toucheraient 4 0/0 et pour les bons de liquidation un intérêt de 5 0/0, mais rien ne met en doute, dans la loi, le droit de rembourser par anticipation. »

Il appuya enfin son opinion, de l'exemple d'autres Etats ; la Russie, l'Autriche.

M. Pelletan (1), pas qu'un peu surpris de combattre aux côtés d'un collègue de l'opposition, avait soutenu l'idée directrice de son amendement. Il voyait dans le risque couru et accepté d'être remboursé au hasard d'un tirage, l'impossibilité pour chaque créancier pris individuellement, de se refuser à un remboursement immédiat. Et ses dires furent appuyés par M. Germain dont l'autorité en la matière était déjà grande.

La tâche de les réfuter fut assumée par le rapporteur du budget : M. Poincaré ; il affirma les droits du créancier au terme et le devoir pour l'Etat de ne point l'avancer de sa seule autorité, les cours atteints par les obligations le prouvaient assez, car elles ne seraient pas cotées ce prix-là si les capitalistes n'escomptaient un remboursement lointain. Mais il n'eut pas le pouvoir de convaincre ses collègues et le montant nominal des obligations trentenaires en circulation, fut remis à leurs porteurs (2).

(1) *Journal Officiel*, 1890, séance du 20 novembre, Chambres, *in-extenso*, p. 2341.

(2) Loi des 24-27 décembre 1890 et décret des 14-17 juin 1891.

Cette décision du Parlement constitue un précédent sur la valeur duquel il ne faut pas se méprendre, d'autant que le nombre n'a pas cessé de s'accroître, de ceux qui estiment avec M. Pelletan, que « tout ce qui est annexé à une loi dépend absolument des représentants du pays, et que tout ce qu'une génération a établi dans le libre examen de sa souveraineté, les électeurs qui suivent peuvent le faire modifier par une autre Chambre ».

Le Parlement n'a pas encore été sérieusement sollicité de prendre une décision vis-à-vis du 3 0/0 amortissable ; mais il en fut cependant proposé une, puis à différentes occasions des opinions furent émises à son sujet.

Sa conversion fut, au cours l'année 1891, discutée à la commission sénatoriale du budget ; on y échangea les vues les plus diverses, et à leur propos M. le sénateur Boulanger, rapporteur, disait : « Il n'est point certain que le 3 0/0 amortissable ne puisse être converti ».

Il n'avait plus en tous cas sa faveur première ; on l'avait délaissé dans les derniers emprunts, en 1894 un député, M. Deloncle, proposa même à la commission de la Chambre pour le budget, de le rayer sur le Grand livre et de le remplacer par du 3 0/0 perpétuel. La commission écarta cette proposition ; son rapporteur, après avoir exposé les motifs du rejet envisageait une conversion possible si elle devenait nécessaire : celle opérée avec l'assentiment des porteurs de la rente. C'est une solution qui ne peut encourir aucune critique, elle a été plusieurs fois depuis remise en avant, non pas tant à l'occasion d'une réduction du taux de l'intérêt, qu'à celle d'une modification de l'économie du tableau d'amortissement.

Mais la rente voisinait le pair, à l'époque où l'on envisageait cette réforme, et celle-ci pouvait également procéder d'un remboursement anticipé, aussi l'incursion dans le domaine de la conversion était bien logique. M. Janet la commit en 1905 : il indiqua le doute qui planait sur la question.

Le ministre des Finances, M. Rouvier, dans sa réponse, ne voulut pas le lever dans la crainte de voir un jour son opinion invoquée ; il tint à réserver à ses successeurs une entière liberté d'appréciation. Mais sa pensée intime semblait bien percer dans les paroles qui terminaient son discours : « Le créateur du 3 0/0 amortissable a professé que c'était un fonds inconvertible ; mais si l'on ne peut faire une conversion imposée, on peut en faire une conçue de façon à ce que les porteurs aient intérêt à l'accepter ».

Tous ne se montrèrent pas aussi réservés ; M. Hubbard, appelé après le ministre à prendre la parole et à développer un amendement, profita de sa présence à la tribune pour émettre son avis sur la question dont l'examen venait de se clore : « En ce qui concerne la possibilité de rembourser le 3 0/0 amortissable, disait-il, il ne peut y avoir aucun doute ; il ne faut pas laisser planer dans les discussions financières, dans les contestations entre publicistes et financiers, cette hypothèse qu'à un moment quelconque, le 3 0/0 serait inconvertible. Le délai n'a pas été stipulé en faveur du prêteur, par conséquent l'Etat garde le droit entier de rembourser les porteurs du 3 0/0 amortissable. »

Depuis lors, les fonds d'Etat ne sont plus autant en faveur auprès des rentiers, leurs cours ont fléchi progres-

sivement : ils présentaient ces dernières années une marge de quelques points avec le pair. Ils ne paraissent pas vouloir regagner l'avance perdue pour diverses raisons, et parmi elles, pèse, d'un grand poids, l'intention d'imposer la rente. Il est impossible dans ces conditions de songer à la convertir ; mais celles-ci peuvent changer et ramener des cours meilleurs. On peut, pour cette éventualité, avancer, sans être taxé de pessimisme, que le Parlement ne reculerait pas devant une conversion, et nous dirions volontiers avec l'un des Maîtres les plus éminents du Barreau (1), à ceux qui se récrieraient contre cette opinion : « Hommes de peu de foi dans la puissance législative. Que lui importe les contrats puisqu'elle a la loi ».

Les Chambres ne s'arrêteraient même pas, selon nous, à la solution indiquée par M. Rouvier en 1905, solution pourtant facile à mener à bonne fin, car la majeure partie du 3 0/0 amortissable se trouve aux mains d'une administration étroitement liée à l'Etat : la Caisse des Dépôts et Consignations.

La décision prise, d'étendre à la rente l'impôt sur le revenu, suffit à nous éclairer sur la religion des représentants actuels du pays, et à nous renseigner sur la façon dont ils entendent respecter les engagements de leurs prédécesseurs.

Toutefois ce sont des présomptions ; le Parlement ne s'est pas prononcé sur la valeur qu'il accordait aux déclarations de Léon Say, pas plus qu'au tableau d'amortissement, pour empêcher d'en modifier l'économie. Celle-

(1) Conférence de M^e Chenu à l'assemblée de l'Association des actionnaires et obligataires des Chemins de fer français, 19 janvier 1912.

ci est demeurée ce qu'elle était; on a seulement pris récemment une mesure pour remédier à ses inconvénients, mais sans accomplir une vraie réforme. Elle serait pourtant bien nécessaire si elle était possible, car il est des moments où la charge de l'amortissement cause, en raison de son irrégularité, de grosses difficultés aux budgets. On a voulu simplifier sans doute les formalités et le contrôle des tirages, mais l'innovation ne fut pas heureuse.

Généralement, dans le service d'un emprunt amortissable, il est deux opérations qui varient d'amplitude en sens inverse: le paiement des intérêts et le remboursement; l'un diminue pendant que l'autre s'accroît de ce que le premier n'exige plus. A chaque tirage au sort, un certain nombre de créanciers sont désintéressés. Les sommes précédemment employées à leur servir des intérêts le sont ensuite à rembourser une portion plus considérable de la dette; ainsi, depuis son origine jusqu'à son extinction, elle exige toujours du débiteur le même sacrifice.

Il en va tout autrement dans le système inauguré pour le 3 0/0 amortissable: l'amortissement au lieu d'être progressif est constant, mais constant seulement par périodes, car la durée de la charge s'en trouverait démesurément allongée, ou celle ci présenterait en peu d'années des différences trop considérables au détriment des premières, déjà gênées puisque contemporaines de l'émission de l'emprunt. L'amortissement ne croît donc pas d'une façon continue; à cet effet, le montant des titres a été divisé en un certain nombre de séries d'égale importance, dont il est remboursé une, puis deux, puis trois, etc.,

dans un espace de temps qui décroît à l'approche du terme final ; ceci résulte du tableau tel qu'il a été arrêté :

De 1879 à 1907 inclusivement. . .	1 série. . .	29
De 1908 à 1925 inclusivement. . .	2 séries . .	36
De 1926 à 1938 inclusivement. . .	3 séries . .	39
De 1939 à 1945 inclusivement . . .	4 séries . .	28
De 1946 à 1950 inclusivement. . .	5 séries . .	25
De 1951 à 1953 inclusivement. . .	6 séries . .	18
Total. . .		175

Les périodes sont donc de 29 puis de 18, de 13, de 7 de 5 et enfin de 3 années. Au cours de chacune d'elles, la dépense diminue peu à peu du capital d'une série environ, puis en une fois, le montant d'une nouvelle reparaît pour s'éliminer à nouveau progressivement, et ainsi à chaque période nouvelle, jusqu'au remboursement final.

Voici d'ailleurs le tableau des variations des dépenses occasionnées au budget par la rente 3 0/0 amortissable, en prenant pour point de départ l'année 1891, celle de la dernière émission ; on y trouvera seulement les années extrêmes des périodes.

Année	Capital à amortir	Capital amorti	Intérêts	Dépense annuelle
1891	4.061.063.500	24.914.500	120 032.263,75	144.996.763,75
1907	3.662.421.500	24.914.500	109.499 227,50	134 413.727,50
1908	3.637.517.000	49.829.000	103.378 075	158.207.075
1925	2 790.424.000	49.829.000	82.965 285	132 794.285
1926	2.740.595 000	73.743 500	81.096.527,59	155.840.197,50
1938	1.843 673.000	73.743.500	55.189.037	128.982.537
1939	1.768 929.500	99.658 000	51.573.015	151.231.015
1945	1 170.981.500	99.658 000	39 634 575	133.292 575
1946	1.071.323.500	124 572 500	36.644.895	154.843 617
1949	573.033 500	124.572.500	17.191.005	139.894 917
1950	448 464 000	149.487.000	13 211.525	160 698.525
1953	149.487 000	149 487.000	2.242.305	151.725.305

La colonne de droite dénote les variations brusques de la dépense annuelle au passage d'une période à la suivante, et l'on conçoit aisément la gêne qu'elles peuvent causer dans un budget, surtout s'il se présente comme ceux dont actuellement nous sommes dotés.

L'appoint annuel aux disponibilités des intérêts afférents aux titres amortis ne saurait constituer une compensation : la somme est trop minime. Sa disparition chaque année du chapitre des dépenses passe inaperçue, surtout pendant les premières périodes de beaucoup les plus longues ; elle varie de 750.000 à 3 millions pendant les 60 premières années. Les budgets, avec leurs besoins sans cesse grandissants, l'ont vite absorbée, mais leur équilibre n'en est pas facilité, comme il est affecté par l'inscription soudaine d'un crédit nouveau de 24.000.000 fr. (1) environ au chapitre de la dette

(1) Exactement il devrait être de 24.309.407 francs, résultat obtenu en divisant le capital intégral du 3 % amortissable par 175, mais, en

amortissable. Pareille somme se trouve rarement disponible dans nos budgets, qui se bouclent juste, si juste même, que si, au cours de l'exercice, des dépenses imprévues viennent à s'élever par trop, ou les plus-values de l'impôt ne pas atteindre le chiffre prévu, l'emprunt devient nécessaire. Cette difficulté a été signalée quelques années avant le premier changement de période. Le rapporteur du budget du ministère des Finances à la Chambre des Députés, M. Boudnoot, en 1900, attirait l'attention sur elle. M. Caillaux, alors ministre des Finances, avait introduit un amortissement pour la rente perpétuelle et cette mesure avait peut-être pour explication, disait le rapporteur, le désir de pallier aux inconvénients du surcroît d'amortissement prévu pour 1908.

Nous pensons que le projet de M. Caillaux procédait plutôt de la volonté de mettre en pratique ses idées sur l'amortissement. Les crédits votés sur sa demande n'ont pas survécu à sa chute ; ils ont reparu à son retour au ministère, mais pour disparaître à nouveau à son départ.

En 1905, au cours de la discussion du budget, un député rappela que l'année 1908 approchait, et avec elle, l'augmentation des crédits nécessaires au remboursement de la rente 3 0/0 amortissable ; aucune mesure n'avait encore été prise pour y remédier, et il était grand temps d'aviser. Il y eut de belles promesses échangées, mais 1907 passa et rien n'avait été fait.

Le budget de 1908 eut donc à inscrire 24 millions nouveaux au chapitre des dépenses de la rente 3 0/0 amortis-

fait, il est un peu plus élevé, car les émissions n'ont pas été simultanées.

sable ; il se solda par un emprunt et celui de 1909 ne fut pas plus heureux. Ce n'est pas à dire que l'augmentation de l'amortissement causa le manque d'équilibre du budget, mais elle n'y fut point étrangère. M. Cochery, ministre des Finances, inséra dans le budget de 1910 un projet de nature à remédier au défaut de suite dans les crédits affectés au 3 0/0 amortissable.

Il s'inspire de loin d'une idée émise en 1905, quand la question avait été examinée devant la Chambre. M. Janet, qui l'avait soulevée, proposa d'inscrire au service de l'amortissement, dans les budgets jusqu'en 1908, des crédits, qui, chaque année, s'élèveraient et seraient une manière de transition entre la dépense actuelle du 3 0/0 amortissable, et celle de 1908 : en 1906, 3 millions, 16 en 1907.

Le projet de M. Cochery, se plaçant à une époque plus éloignée du changement de période, exige des sacrifices moindres, et portant chaque année sur de petites sommes, il passe inaperçu, d'autant que celles nécessaires ne sont pas demandées sous forme de crédits nouveaux ; elles proviennent des intérêts laissés libres par suite du remboursement de l'année précédente. Leur montant, au lieu d'être purement et simplement rayé, est viré à l'amortissement de la dette à court terme. Si l'opération est continuée, celui-ci atteindra environ le capital auquel s'élève une série, et passant de nouveau au service de la rente 3 0/0 amortissable assurera l'augmentation de ses dépenses, lors d'un changement nouveau de période.

M. Gautier, rapporteur de la commission sénatoriale pour le budget, a très bien exposé l'économie et les avan-

tages de la réforme, tant au point de vue de l'équilibre budgétaire que de l'amortissement de la dette. Il montra le mince profit pour un budget de recueillir chaque année une disponibilité de 1.494.810 francs, dont l'économie, au contraire, sera « au bout d'un certain nombre d'années d'un effet utile et considérable. La première année on aura donné environ 1.500.000 francs à l'amortissement, la deuxième 3 millions; en quatre ans 15 millions auront déjà été amortis, et si l'opération se poursuit jusqu'en 1926, c'est une somme de 203 millions qui aura été remboursée. »

« Ce résultat sera obtenu par l'inscription d'une annuité constante de 156.712.205 francs, réservant les intérêts devenus libres.

En 1925, la répartition en aura été la suivante :

Article 1 ^{er} , Rente 3 % amortissable . . .	132.794.285 fr.
Article 2, Amortissement spécial . . .	23.927.920 fr.
	156.712.205 fr.

En 1926 :

Article 1 ^{er} , Rente 3 % amortissable .	155.840.197 fr. 50
Article 2, Amortissement spécial . .	872.007 fr. 50

Rien n'empêchera, du reste, de continuer la même opération pendant la 3^e période du 3 0/0 amortissable, c'est-à-dire de 1925 à 1938, et de réaliser pendant cette période un amortissement de 100 millions....; on aura évité les soubresauts qui se produisent lorsqu'on passe d'une période à une autre de remboursement des rentes 3 0/0 amortissables, et ce résultat aura dû être obtenu sans effort véritable d'une année à l'autre; l'accroissement de

l'amortissement facultatif sera automatique, comme l'est celui de l'amortissement contractuel » (1).

On ne peut que louer l'intention de M. Cochery, d'apporter un remède à l'irrégularité des dépenses entraînées par le service du 3 0/0 amortissable ; mais laissant de côté les critiques générales, qui s'adressent à l'introduction d'un amortissement nouveau dans des budgets déjà mal équilibrés, et obligés de recourir à l'emprunt, (en 1910, il a été émis pour 58.970.000 francs d'obligations à court terme) (2), on peut regretter que la réforme ait été faite sous la forme facultative. Une solution était délicate à prendre, car il y avait un double écueil à éviter : d'un côté, le remaniement du tableau d'amortissement revient au remboursement anticipé de certains titres, et s'il était imposé, ce serait un nouvel exemple qui, le cas échéant, ne manquerait pas d'être invoqué par les partisans de la convertibilité des titres amortissables. Mais il aurait eu le grand avantage d'être une réforme durable, parce qu'il n'y aurait eu aucune raison d'envisager une nouvelle modification, à moins de supprimer l'amortissement.

Le maintien de la solution prise en 1910 n'est au contraire rien moins que certain ; il suffit de ne plus faire paraître au budget du ministère des Finances l'article visant l'amortissement spécial de la dette à court terme. L'Intérêt actuel d'une semblable mesure est peu considérable car la dotation de l'article est faible, mais elle s'accroîtra encore assez vite, et forte de quelques millions

(1) Rapport Gantier, au Sénat, pour le budget de 1910.

(2) *Bulletin de statistique et de législation comparée* (décembre 1911).

elle sera un appoint appréciable pour un budget obéré ou pour satisfaire quelques demandes de crédit.

Il existe en outre des adversaires convaincus de l'amortissement ; si l'un d'eux arrive au pouvoir, on peut s'attendre, comme ceci eut déjà lieu en d'autres cas analogues, à le voir supprimer avec tout amortissement facultatif celui annexé au 3 0/0 amortissable. Le budget de 1914 l'a conservé, mais il est osé de lui prédire une longue carrière, et peut-être ne faudra-t-il pas critiquer sa disparition, si elle a pour but de parer, en tout ou en partie, à l'émission d'un emprunt nécessaire à l'équilibre des budgets.

Il est donc permis de regretter l'expérience faite à propos de l'amortissement du 3 0/0 amortissable ; elle ne fut imitée dans aucun autre emprunt émis sous sa forme, d'ailleurs ses raisons n'apparaissent dans aucun document officiel. Elles n'ont pas fait l'objet de déclarations à la tribune, mais elles ont été données dans le bulletin de statistique et de législation comparée, publié par le ministère des Finances (1).

D'après les indications que l'on peut y lire, on voulait éviter les erreurs dans les opérations matérielles du tirage, en les réduisant au minimum : extraire chaque année de la roue, un, deux, trois ou six numéros au plus, au lieu de 50.000, puis 100, 150 et enfin près de 300.000, représentant le nombre de titres amortis au cours des différentes périodes. De toute évidence, les chances de se tromper dans le premier cas sont nulles, et le contrôle est bien facilité que ce soit pour le paiement des coupons ou pour le

(1) Numéro de novembre 1878.

transfert des titres. Ces préoccupations avaient pour origine, sans doute, les critiques au système habituel de tirage des obligations amortissables, émises par M. Bartholony (1), dont le nom s'est déjà rencontré sous notre plume.

Le « bulletin de statistique et de législation comparée » faisait mention d'un autre motif dont le but était d'attirer la clientèle : la possibilité de toucher chaque année des primes d'amortissement, en souscrivant à 175 unités de rentes réparties dans toutes les séries. Nous n'avons pu vérifier si beaucoup de rentiers ont été tentés par cette facilité, mais nous ne le pensons pas. Le terme de 75 ans assigné au remboursement des dernières séries est trop éloigné pour rentrer dans le champ des prévisions habituelles des capitalistes ; ceux-ci ne voient guère aussi loin et n'ont aucune tendance à s'assurer des plus-values pour un avenir aussi peu rapproché car elles ne leur profiteront pas pour la plupart.

Il nous paraît difficile d'admettre que le créateur du 3 0/0 amortissable ait vu, dans la répartition de l'emprunt en séries, un moyen de lui attirer des souscripteurs. A juger de l'empressement mis par le Parlement à voter le projet de Léon Say, on pourrait croire à sa réussite auprès du public. Il y avait en sa faveur un courant d'opinion très puissant, mais il fallait en tirer parti par une émission appropriée. Celles qui ont présidé à la naissance et au développement du 3 0/0 amortissable nous retiendront au cours du chapitre qui va suivre.

(1) *Simple exposé de quelques questions financières et industrielles.*

CHAPITRE II

LES ÉMISSIONS DE LA RENTE 3 0/0 AMORTISSABLE

Pour solliciter des capitaux, il existe divers procédés, et l'emprunteur utilise l'un ou l'autre, suivant son crédit ou l'importance de son appel de fonds : s'il est peu coté, ou peu connu, il recherche un patronage : un banquier lui cède sa notoriété, il lui procure, à forfait, des capitaux qu'il se charge ensuite de récupérer dans sa clientèle, ou bien il lui amène des souscripteurs moyennant une commission.

Le banquier fait toujours payer assez cher son appui et ses services, car il court des risques, aussi l'emprunteur cherche-t-il à l'écarter, lorsqu'il se sent assez connu du public, pour que ce dernier lui apporte directement son argent.

Il peut lui proposer de souscrire à l'émission, c'est-à-dire d'acheter les titres de l'emprunt à un prix déterminé, mais pendant un temps limité, sans avoir à rétribuer un agent de change ou un banquier, ou bien il peut les négocier à la Bourse, où ils sont offerts en plus ou moins grand nombre, suivant les cours, les demandes ou les besoins.

Il peut encore les vendre directement à ses guichets, au prix coté sur le marché.

Les Compagnies de Chemins de fer se sont beaucoup servies de ce moyen, qui avec le précédent, ne peuvent guère être utilisés que pour de petites émissions, ou bien lorsque le besoin des capitaux n'est pas immédiat ; il permet alors de profiter des cours avantageux. La souscription publique est au contraire, par excellence, le mode des émissions d'assez grosse importance ; elle est utilisée par les Etats, les municipalités des grandes villes et la plupart des grandes sociétés.

Avec elle furent réalisés les emprunts du Gouvernement français sous la 2^e République et le 2^e Empire ; auparavant, on avait eu recours aux banquiers, aux « escompteurs » comme on les appelait. Leurs services furent encore utilisés en 1871, où l'on s'adressa à Morgan (1), mais on lui demanda une somme assez peu importante, eu égard à celles nécessaires pour solder les frais de la malheureuse guerre. Les gros emprunts d'alors donnèrent lieu à des émissions par souscriptions publiques, qui eurent plein succès.

Ce procédé apparaissait comme le plus profitable à l'Etat ; « son usage, disait-on, à la Commission du budget de la Chambre (2), était si bien naturalisé chez nous qu'on ne saurait y renoncer impunément ». Toutefois, si l'on prête l'oreille aux propos des financiers de profession, il y aurait intérêt, presque toujours, à confier le placement

(1) L'emprunt Morgan s'éleva à 250 millions.

(2) C'est la commission qui fut en même temps chargée d'examiner le projet de rachat des petites lignes, et celui de Léon Say.

d'un emprunt aux gens du métier, à des maisons de banque ; mieux à même de connaître les besoins des capitalistes, leurs appétits, ils savent mieux discerner le taux avantageux d'une émission.

Pour suspecte que soit cette assertion, elle n'en contient pas moins une grande part d'exactitude, et les faits se sont parfois chargés de la confirmer. Un exemple typique est celui de la ville de Paris : son emprunt de 1890 fut émis à un taux manifestement trop bas, ainsi que le démontra la hausse immédiate et considérable des obligations à la suite de la souscription.

Les émissions du 3 0/0 amortissable ont aussi dans une certaine mesure, mais un peu dans un autre ordre d'idées, fait ressortir l'inconvénient de tenir les banquiers à l'écart. Mais on ne peut savoir mauvais gré à l'Etat de chercher à entrer directement en relations avec les capitalistes ; il le fait dans le désir de faire des économies, et aussi de laisser les petits rentiers profiter de la différence possible entre le prix qu'ils consentiraient à payer l'emprunt, et celui qu'ils pensent en retirer. Il s'ingénie à le leur faire parvenir immédiatement, car une fois dans leurs mains il n'en sort pas sans motif grave, et n'est pas incessamment rejeté sur le marché, pour permettre la réalisation de quelque plus-value. Il est classé, et ses cours ne sont pas alourdis par des offres incessantes ; ils suivent au contraire pas à pas le progrès de la richesse générale.

Cette situation est très recherchée pour de nombreuses raisons, mais surtout parce qu'elle favorise le placement d'un nouvel emprunt s'il devient nécessaire ; il profite des

cours élevés; puis se trouve recherché par les détenteurs du premier qui lui constituent une clientèle.

Atteindre ce résultat n'est pas toujours aisé; le moyen le plus couramment employé pour l'obtenir est l'irréductibilité des petites souscriptions. Les souscriptions publiques sont dans la grande majorité des cas couvertes plusieurs fois, il y a donc lieu de procéder à une répartition; celle-ci en stricte équité devrait être proportionnelle, mais la conséquence serait d'éliminer toutes les petites souscriptions émanant des petits capitalistes, dont les moyens ne permettent pas de demander un plus grand nombre de titres. Aussi la réduction porte-t-elle seulement sur les grosses souscriptions. Malgré cette précaution et d'autres encore, dont l'exposé ne rentre pas dans le cadre de notre étude, le but visé n'est pas toujours atteint.

C'est toutefois le procédé le plus certain, et l'on ne manqua pas à la commission d'en préconiser l'emploi, pour l'émission projetée de la rente nouvelle, due à l'initiative de Léon Say.

Un député, M. de Soubeyran, proposa à la Chambre un système encore inusité chez nous, mais qui avait cours de l'autre côté de la Manche : une souscription publique avec soumission du prix d'achat par demande cachetée, et répartition entre les plus offrants. Cette proposition fut écartée, après avoir été combattue par MM. Wilson et Léon Say.

Ce dernier doutait sans doute, comme quelques-uns de ses contemporains, du succès d'une émission par souscription publique. Les plus récentes avaient été couvertes un

nombre de fois considérable. La Ville de Paris, en 1871, avait dû créer des quarts d'obligations, pour satisfaire davantage de demandes.

Dans le dernier emprunt de la Ville de Marseille, la répartition avait donné 4 titres pour 1.000, et cependant les cours baissaient à la suite des émissions, à l'inverse de ce que l'on pouvait logiquement attendre après de si nombreuses demandes.

Ces emprunts n'étaient donc pas classés, et l'on ne pouvait dire qu'ils avaient réussi.

Léon Say désirait à coup sûr éviter un échec analogue à son « enfant » ; il pensa y parvenir, en utilisant le procédé suivi par les Compagnies de chemins de fer ; au lieu de faire un appel bruyant au crédit, appel dont le résultat fatal est la baisse des titres déjà sur le marché, suivie d'une répercussion sur les nouveaux, elles écoulaient leurs titres au fur et à mesure des besoins et des demandes, en les vendant directement au public dans leurs bureaux et leurs gares. Leurs obligations, cédées ainsi au cours de la Bourse, étaient immédiatement classées.

Léon Say allait donc imiter jusqu'au bout les Compagnies de chemins de fer, mais il voulait encore, en suivant le procédé qui leur réussissait si bien, « proportionner la création des ressources à l'importance des besoins, de façon à ne jamais enlever aux Chambres la liberté d'activer ou de ralentir les travaux, et aussi de pouvoir profiter des moments où les cours seraient les plus favorables (1) ».

(1) Rapport de M. Wilson, à la Chambre des Députés, sur le projet de création de la rente 3 % amortissable.

C'était certes très tentant et la réussite des Compagnies de chemins de fer était encourageante, si le Trésor n'avait lui-même subi des mécomptes dans une opération tout à fait analogue : la négociation des obligations trentenaires autorisées deux années auparavant, en 1876. Leur placement n'était point aisé, et l'on devait souhaiter meilleure fortune au nouvel emprunt.

Il était à vrai dire, durant sa préparation et son vote, en passe de devenir très populaire ; beaucoup de journaux tant financiers que politiques s'en occupaient ; depuis les premières informations officieuses, bientôt confirmées, de nombreux articles lui avaient été consacrés ; on y trouvait des suppositions, (conseils déguisés), sur l'importance minima des coupures du nouveau titre, son cours d'émission. Le *Journal des Débats* publiait des calculs où il établissait la parité du titre nouveau avec les anciens, en tenant compte de la prime à toucher dans un délai maximum de 75 ans, peut-être auparavant. Bref, les feuilles de toutes nuances et de toute nature avaient à ce point discuté les caractères du type de rente projeté, que la République Française pensait, que « l'instruction avait été complètement faite par la polémique prolongée et approfondie d'un grand nombre de journaux qui s'étaient occupés de cette question, sans distinction d'opinion politique, et que c'était pour cela sans doute qu'à la majorité de 331 voix contre 67, la Chambre des députés avait, dans une seule séance, donné son vote approuvatif à ce projet. »

Cette popularité que la presse se chargeait de faire au nouvel emprunt était favorisée par les conditions mêmes sous lesquelles se présentait le marché financier.

Les capitaux en quête d'emploi étaient nombreux, et leur présence révélée par les tendances marquées à la hausse sur l'ensemble des valeurs. Ils se préparaient à faire le meilleur accueil au « 3 0/0 amortissable », attendant impatiemment le décret annoncé par la loi promulguée le 12 juin, car elle autorisait le ministre à déterminer « le taux et l'époque des émissions, la nature, la forme et le mode de transfert des titres, le mode et les époques d'amortissement et de paiement des arrérages, ainsi que toutes autres conditions applicables à la dette amortissable par annuité. »

On ne savait pas au juste ce qu'allait faire le ministre des finances. Il n'y aurait pas de souscription publique, c'était chose à peu près certaine : Léon Say avait éludé une réponse définitive sur le mode d'émission qu'il utiliserait. Il imiterait les Compagnies de chemins de fer, mais comment lancerait-il l'emprunt ? Le titre serait-il offert à un prix déterminé par le ministre ou fixé par le public, suivant les ordres donnés aux agents de change ? Son introduction sur le marché se ferait elle encore longtemps attendre ?

Toutes sortes de suppositions avaient cours, pendant l'intervalle de plus d'un mois qui précéda le décret.

Il parut le 16 juillet, et son énoncé laissait peu de doutes sur les intentions de Léon Say ; il allait lancer un petit paquet de titres sur le marché, en manière de reconnaissance, pour essayer en quelque sorte les appétits des capitalistes, puis, aux cours qui se trouveraient fixés, il vendrait le reste de l'emprunt, dont le capital lui serait bientôt nécessaire pour la majeure partie, tout au moins.

Le décret visait, en effet, la réalisation d'une petite partie de l'emprunt consenti par le Parlement ; le montant des obligations trentenaires demeurées encore aux mains du Trésor, et qui devaient être remplacées par du 3 0/0 amortissable, soit 1.013.460 francs de rentes. Leur négociation devait avoir lieu le lendemain de la publication du décret à l'Officiel, c'est-à-dire le 17 juillet, par l'intermédiaire des agents de change. L'opération fut achevée dans la journée ; la petite quantité des titres offerts, et le grand nombre des demandes, expliquent aisément cette rapidité, d'autant que les ordres, pour la plupart, avaient été donnés, comme ils le sont souvent « au mieux » ou « au cours moyen ». Aussi les cours pratiqués furent-ils élevés.

Ils débutèrent à 85 francs, c'était déjà loin des cours indiqués par les journaux d'après leurs calculs (81-82) et encore n'y demeurèrent-ils pas longtemps : ils atteignirent 87 francs, mais les derniers achats eurent lieu à 85 fr. 50. Le lendemain, le 3 0/0 amortissable débuta à 85-87, pour descendre à 84 fr. 50. Le 23, il clôturait à 83 fr. 50. Il baissait progressivement vers des cours plus en rapport avec ceux des autres valeurs d'Etat et des obligations de chemins de fer. La comparaison avec elles était la seule logique, et la différence existante ne pouvait s'expliquer par les avantages spéciaux du 3 0/0 amortissable : la prime de remboursement ou l'immunité fiscale. Le 3 0/0 perpétuel se négociait au prix de 77 francs, soit un écart de 10 francs pour réaliser une prime de 23 francs, peut-être au bout de 75 ans seulement. Il n'est point nécessaire de faire intervenir les calculs que l'on trouvera au prochain chapitre, pour reconnaître l'exagération du prix au-

quel furent payées les premières rentes 3 0/0 amortissables.

La différence avec les obligations de chemins de fer cotées 355 francs, soit 71 francs pour 3 francs de rentes était plus sensible ; l'économie de leur remboursement était identique à celui du 3 0/0 amortissable, mais il fallait tenir compte de l'impôt qui n'atteignait pas les rentes françaises.

L'exagération des cours du début, dépassant de beaucoup ceux annoncés partout, causa l'étonnement général. Leur effondrement était inévitable, mais il n'était point le résultat escompté par les acheteurs le jour de l'émission ; d'ailleurs la plupart avaient payé plus cher qu'ils ne pensaient ; à ces prix élevés, ils ne pouvaient songer à réaliser des bénéfices par la revente de leurs titres ; ils se trouvaient donc peu disposés à continuer des opérations sur une valeur qui leur avait causé des mécomptes. Ceux qui n'avaient pas vu leurs ordres d'achat exécutés ne regrettaient pas à la vérité d'avoir été négligés, mais ils ne manifestaient aucun empressement d'acquérir du 3 0/0 amortissable, qui baissait toujours et voyait dans les premiers jours d'août les cours de 80 francs.

Ils s'en désintéressaient, et portaient ailleurs les capitaux, sans attendre que le ministre des Finances eut déversé sur le marché une nouvelle tranche de l'emprunt, car l'on croyait que l'intention du ministre était de recourir au système du « Robinet », c'est-à-dire de mettre les titres en circulation au fur et à mesure des besoins. Les doutes ne tardèrent pas à être dissipés ; une note du ministère des Finances en date du 6 août informait les tré-

soriers payeurs généraux et les receveurs des finances, qu'ils auraient bientôt à vendre la rente 3 0/0 amortissable. Un avis du 12 août en annonçait le prix : 80 fr. 50, puis le 17, un autre avis décidait que la vente se ferait au cours moyen de la veille. L'opération fut suspendue le 5 septembre par un avis du ministère des Finances. Ce n'était pas comme on pourrait le croire, que le solde des rentes fut intégralement placé ; il en avait été vendu seulement 80 millions environ, ce qui portait à 100 millions en chiffres ronds, le montant des titres sur le marché, représentant à peu près le cinquième de ceux dont l'émission était autorisée.

Léon Say avait bien désiré placer son emprunt petit à petit, mais vraiment, l'opération traînait trop en longueur.

Le marché une fois laissé à lui-même, les cours, qui pendant toute la période de vente aux guichets du Trésor, s'étaient maintenus aux environs de 80 francs montèrent à 81 francs après le 5 septembre, mais pour revenir bientôt à ceux pratiqués au mois d'août. Il n'y avait donc de la part des capitalistes aucune tendance à rechercher le 3 0/0 amortissable, tendance qui eut permis d'essayer le placement du solde de l'emprunt. Par contre le ministre des Finances, ne pouvait se résoudre à reconnaître son erreur et à changer son système d'émission, en recourant par exemple à la souscription publique. Il lui fallait cependant trouver le moyen, de se procurer les fonds que les capitalistes se refusaient d'apporter chez les agents du trésor.

Il devait en effet commencer l'exécution du plan Frey-

cinet, et puis d'attendre plus longtemps, les capitaux seraient peut-être rares. Des nuages gros d'orage recommençaient à s'amonceler en Orient, et chez nous, la récolte du blé avait été déficitaire, autant de causes propres à rendre timides les capitalistes.

Léon Say prit le parti de s'adresser aux banquiers, systématiquement écartés au début de l'opération ; le 21 septembre il leur offrit en Bourse du 3 0/0 amortissable au prix de 79 fr. 50 (il cotait 80,16 la veille). A ce taux, chacun s'empressa d'acheter : « La spéculation, disait plaisamment le *Journal des Débats*, qui boudait le 3 0/0 amortissable, qui le critiquait amèrement, qui le déclarait impossible, a mordu à l'hameçon avec une terrible avidité. Courtiers, banquiers, établissement de crédit couraient après. On avait beau être un gros gros Monsieur et avoir tourné le dos à l'amortissable, on arrêtaient les commis d'agents de change au collet, pour leur donner des ordres d'achat. Finalement l'emprunt a passé par masses en très bonnes mains. » Il l'était à ce point que le 23 septembre un avis publié au *Journal Officiel* annonçait la fin de la vente du 3 0/0 amortissable, parce que le solde en était négocié.

Les achats émanaient naturellement des banquiers, cependant ils ne possédaient pas autant de l'emprunt que l'on aurait pu le penser : c'est qu'il n'avait pas été placé en entier dans le public. Une bonne partie des rentes créées fut cédée à la Caisse des Dépôts et Consignations (1) ;

(1) A défaut d'autres documents officiels, nous avons trouvé cette opé-

(exactement 8.750.000 fr. de rentes sur les 16.500.000 fr., dont la création était autorisée par la loi du 11 juin 1875).

Cette opération fut renouvelée plusieurs fois, au cours des émissions successives de la rente amortissable ; nous leur consacrerons plusieurs pages à la fin de ce chapitre, car ce procédé est un mode de placement des emprunts, tout différent de celui qui consiste à les vendre sur le marché. Il constitue en général un expédient dont il est usé lorsque l'émission ne doit pas réussir, ou ne réussit pas auprès du public, et celle que nous avons relatée avait assurément trompé l'attente de Léon Say.

Il pensait obtenir un plus grand succès auprès des capitalistes ; eux aussi avaient eu une désillusion aussi grande que celle du ministre. Les débuts du 3 0/0 amortissable avaient donc été malheureux, et la cause de cet échec ne vient pas tant, selon nous, des caractères particuliers du titre, que des circonstances qui ont accompagné son apparition sur le marché. Tout n'était pas assurément exempt de critiques, dans ses dispositions : sa dénomination était nouvelle et peu claire pour les profanes, la façon de le coter sur 100 fr. au lieu de le faire par unité (500), était aussi une cause d'ennuis et d'erreurs ; mais ces défauts, s'ils pouvaient avoir par la suite des inconvénients, dans les négociations ultérieures, n'ont nui en aucune manière à la vente des premiers titres. Ceux qui ont donné des ordres aux Agents de change pour leurs achats, étaient en somme assez peu nombreux, en raison du peu de temps dont on disposa pour le faire ; ils étaient assurément assez

ration mentionnée dans le discours prononcé le 21 janvier 1882 au Sénat par Léon Say.

versés dans les questions de Bourse, pour ne pas se tromper sur la valeur du titre qu'on leur offrait. Mais personne ne se comprit. Les agents de change n'avaient pas de leurs clients d'ordres bien précis ; ils firent des achats à des prix inattendus et inespérés du Trésor. Faut-il voir là une manœuvre de financiers mécontents de n'avoir point été appelés à fournir leurs services pour l'émission du nouveau titre ? Nous n'avons aucun document qui nous permette de l'affirmer ; il est toutefois une chose certaine, c'est que de leur part, il n'y eut aucun empressement vis-à-vis du 3 0/0 amortissable, soit pour en conseiller l'achat soit pour en acquérir, si ce n'est au moment où il fut offert à des prix assez bas, pour leur permettre de réaliser un bénéfice en le revendant.

C'est donc dans les cours trop élevés, pratiqués le premier jour, qu'il faut voir la principale cause de l'échec du 3 0/0 amortissable. Il ont fait des mécontents au lieu de créer un noyau de clients et n'ont donné sur les cours aucune indication bien précise, puisque ceux-ci dès le lendemain ont baissé, puis continué ce mouvement. Le procédé utilisé ensuite par Léon Say pour placer le reste de l'emprunt, n'était guère fait pour lui ramener les capitalistes, rendus prudents par les tendances fâcheuses du 3 0/0 amortissable. Les Trésoriers payeurs généraux et les receveurs des Finances n'ont point avec eux de relations assez suivies, pour leur donner des conseils sur l'emploi de leurs capitaux ; ce n'est d'ailleurs guère dans leurs rôles et dans leurs habitudes.

L'insuccès n'était un mystère pour personne : « La spéculation, disait le *Journal des Débats*, avait voulu à tout

prix acheter des rentes à 85, 86, 87 que le Gouvernement aurait volontiers voulu vendre à 79 ». Quelques années plus tard, en 1882, le 21 décembre, au cours d'une discussion qui précéda au Sénat le vote d'une émission de 3 0/0 amortissable, Léon Say reconnaissait ainsi son échec : « J'ai fait tout ce que j'ai pu pour ne pas vendre si cher ; j'avoue que je n'étais pas flatté lorsqu'on m'apportait les cours de la Bourse, et que je voyais le 3 0/0 amortissable monter à 86-87 francs. C'était, en effet, un cours contraire à ce que je considérais comme l'intérêt permanent du Trésor. Je recevais ce jour-là un peu plus d'argent, mais je ne me créais pas la clientèle, et ce qu'il fallait, c'était se la rendre favorable pour l'avenir. Par conséquent, je n'étais pas du tout flatté d'apprendre que les rentes étaient cotées à 87 francs. Il y a eu là un de ces excès de spéculation, qui malheureusement se produisent sur toutes les Bourses, et qui se produisent à la Bourse de Paris, autant et peut-être plus qu'ailleurs. Je reconnais que le taux d'émission trop élevé, n'était pas une condition favorable pour le nouveau fonds. »

Le mouvement d'enthousiasme qui, avant l'émission, se désirait en faveur du 3 0/0 amortissable, avait tourné court brusquement, aussi comprend-on aisément qu'une émission nouvelle se fit longtemps attendre. On avait pu cependant la croire parfois imminente : les travaux prévus au plan Freycinet se continuaient sans relâche, et chaque année, il était prévu pour eux au budget, des crédits à provenir de la « négociation de valeurs, conformes à celles dont la création a été autorisée par la loi du 11 Juin 1878, » c'est-à-dire du 3 0/0 amortissable ;

mais l'année se passait sans qu'on en vit apparaître un seul titre nouveau sur le marché. Il semblait cependant que cette rente ait conquis un peu la faveur du public ; ses cours avaient monté parallèlement à ceux des autres valeurs de l'Etat, et cette hausse s'était produite malgré la menace d'émissions nouvelles.

Sans profiter des autorisations qui leur étaient accordées aux Budgets, les ministres frappaient à une autre porte pour obtenir les fonds nécessaires à solder les travaux accomplis, ils mettaient à contribution la dette flottante ; c'était un expédient dont le dénouement obligatoire serait un emprunt.

Pendant les premiers mois de l'année 1880, on se crut à la veille de le voir se réaliser, mais au mois de Juillet, le ministre des Finances, M. Magnin, vint déclarer spontanément à la Tribune, qu'il n'émettrait pas de 3 0/0 amortissable en 1880.

Il laissait passer une belle occasion de profiter de cours élevés, car cette année-là, ils atteignirent 87 et même 89 francs. Cette hausse dénotait la présence de nombreux capitaux en quête d'emploi, et si l'on en croit le journal *Le Rentier*, ils étaient encore libres au commencement de l'année 1881. Interpellé à la Chambre en Janvier par M. Haeutjens, M. Magnin ne voulait pas encore faire connaître ses intentions : « il choisirait son jour et son heure et s'inspirerait des circonstances ». Il allait encore laisser s'écouler un mois et demi environ, avant de lancer l'émission attendue depuis si longtemps.

Elle fut autorisée par le décret du 7 mars 1881 ; elle atteignait un milliard de francs, et devait être une sous-

cription publique ouverte le 17 mars suivant. Les conditions en étaient minutieusement indiquées dans le décret, et s'inspiraient du désir de faire parvenir l'emprunt aux petits capitalistes. On les favorisait par le fractionnement des versements, et l'autorisation de suppléer provisoirement au premier, par un dépôt de rentes françaises ou d'autres valeurs émises par le Trésor, mais sa constitution était strictement réglementée, et entourée de formalités. Ces précautions pouvaient s'expliquer par le désir de déjouer les manœuvres des spéculateurs et de les empêcher d'accaparer l'emprunt. D'autres mesures d'ailleurs avaient été prises contre eux ; au-dessus de 15 francs de rentes, les souscriptions ne devaient pas porter sur des unités mais sur 30 francs ou des multiples de 15 francs. Les souscriptions par listes étaient toutefois permises, mais le ministre « se réservait le droit d'être seul juge de la validité des souscriptions, de manière à pouvoir annuler sans contestation possible celles qui seraient entachées d'abus manifestes ». Le prix d'émission était fixé à 83 fr. 50. L'emprunt fut souscrit quinze fois, mais ce n'était qu'un succès apparent, car le résultat recherché ne fut point atteint. On put le voir clairement, dans le rapport fourni quelque temps après (le 26 Mai) par M. Magnin au Président de la République. Les petites souscriptions n'étaient pas les plus nombreuses, loin de là. Celles de 15 francs de rentes atteignaient le chiffre de 237.637 francs, celles de 30 francs à 210 francs celui de 52.490 francs. Leur ensemble absorbait 4.352.205 francs de rentes sur les 36.034.860 francs émis, environ le 1/9. L'emprunt pouvait donc être consi-

déré comme tombé, pour la majeure partie, aux mains des spéculateurs. Ceux-ci allaient chercher à le revendre, et en encombrer le marché pendant un certain temps. On disait même à la fin de l'année 1882 que 600 millions de 3 0/0 amortissable, soit plus de la moitié de l'emprunt, flottaient encore sur le marché.

Et pourtant à cette époque, l'on pouvait entendre M. Tirard le successeur de M. Magnin aux Finances, se louer du succès de l'émission « une chose n'a pas réussi, c'est la spéculation. L'Etat n'a pas eu à s'en plaindre, car à l'heure actuelle, tout l'emprunt est payé, sauf une somme insignifiante. » Il est pour le moins curieux d'entendre ces paroles sortir de la bouche d'un ministre des Finances, et l'on est en droit de se demander s'il ne les prononçait pas par ironie, car il n'est rien de plus fâcheux pour un emprunt, que d'être aux mains de spéculateurs, sous le coup de négociations incessantes, surtout si d'autres émissions doivent être lancées. (Cet inconvénient, nous l'avons déjà examiné au début de ce chapitre).

Il allait bientôt se produire un de ces événements qui affectent parfois les marchés financiers, et frappent durement les capitalistes qui se laissent aller à trop de confiance dans l'emploi de leurs fonds. L'argent abondait partout en France, il avait été sollicité par de multiples sociétés à but plus ou moins avoué. Un incident regrettable, dont l'exposé n'a pas sa place ici, la liquidation de la Banque de l'Union Générale et l'incarcération de son Directeur M. Bontoux, vint précipiter la débâcle de toutes ces affaires ; car en ces moments de crises, les ca-

pitaux passent sans transition d'un extrême à l'autre, de la confiance trop grande à la prudence souvent exagérée. Ils montrent alors une grande timidité, même à l'égard des valeurs les plus sûres : des fonds d'Etat, et cela en l'absence de tout motif susceptible d'appeler la méfiance sur eux.

La suite des émissions déjà malheureuses du 3 0/0 amortissable, ne pouvait pas trouver sa place à une époque aussi troublée. La dette flottante fournissait toujours les fonds nécessaires à la continuation des travaux, et la Caisse des Dépôts et Consignations entraînait pour une large part dans les créances du Trésor ; elle faisait ses avances en grande partie à l'aide des fonds déposés par les Caisses d'Epargne. On prit le parti de les consolider, nous verrons de quelle manière eut lieu l'opération. Autorisée par la loi du 30 décembre 1882, elle commença de se réaliser l'année suivante.

Cette même année devrait être contemporaine des conventions avec les Compagnies de chemins de fer. Le principal objet du 3 0/0 amortissable disparaissait, mais il demeurerait encore d'autres travaux prévus par le plan Freycinet. Bien que leur importance fut moindre, il faudrait sans doute recourir à l'emprunt pour les mener à bonne fin ; ce serait toutefois dans une moins large mesure, mais l'heure présente indiquait qu'il fallait lui faire un appel assez considérable, afin de liquider les dépenses engagées.

Tout au début de l'année 1884, deux émissions de 3 0/0 amortissable furent décidées. L'une devait être réalisée au moyen d'une souscription publique. Organisée peu

après, par le décret du 2 février, elle fut ouverte le 12 du même mois. Les conditions étaient quelque peu différentes de celles de 1881 ; d'ailleurs le montant de l'emprunt était beaucoup moins élevé : 350 millions (1), de même le taux d'émission : 76 fr. 50, mais avec jouissance en juillet. Les souscriptions entièrement libérées étaient admises, même acceptées de préférence aux autres. Le dépôt de titres en guise de versement de garantie, n'était plus admis ; seulement les bons du Trésor, de moins d'un an d'échéance, étaient admis pour couvrir les souscriptions ; ils étaient escomptés aux taux de $2\frac{1}{2} 0/0$.

Le Gouvernement s'inquiétait peu, on le voit, contrairement aux habitudes antérieures, de favoriser l'accès de l'emprunt aux petites bourses. Cependant, la façon dont il fut souscrit, a permis de conclure que les titres s'étaient assez bien classés. — Il fut demandé 61.845 unités et 10.116 coupures de 2 : ces souscriptions ne furent pas réduites, elles absorbaient les $\frac{8}{9}$ de l'emprunt ; les autres l'ont été à $58\frac{1}{2} 0/0$.

Ce résultat paraît assez étrange, mais il s'explique par ce fait que le concours des banquiers n'avait pas, cette fois, été complètement écarté ; ils y eurent un petit intérêt, aussi ont-ils contribué au placement de l'emprunt (2). Le fait nous a été révélé par un article puisé dans un

(1) Exactement 349.978.839 francs, devant produire 13.706.745 francs de rentes.

(2) Aujourd'hui, les banquiers prêtent plus facilement leurs guichets pour les émissions des emprunts d'Etat ou des grandes administrations. Elles se rémunèrent surtout du profit qu'elles retirent des capitaux qui leur sont confiés en vue de l'émission.

journal financier (1), qui n'a pas perdu le renom qu'il avait à l'époque. Le ministre des Finances, d'après l'auteur de l'article, avait eu tout d'abord l'intention de diriger seul l'émission. A l'annonce du cours, les titres en circulation baissent ; ils tombent à 77 fr. 40, ramenant de 4 fr. 75 à 0 fr. 60 la différence entre eux et les nouveaux. Cette situation fait craindre au ministre un échec pour la souscription ; il consent alors une commission aux banquiers et aux agents de change ; elle était assez peu élevée 4 fr. 80 0/00, mais suffisante cependant pour les attirer.

L'emprunt fut couvert plus de 3 fois en souscriptions libérées. Les souscriptions non libérées furent beaucoup moins nombreuses, mais leur importance atteignit presque celle des premières (2)... aussi les contemporains se sont-ils demandés jusqu'à quel point elles étaient sincères, et si le Trésor ne les avait pas suscitées.

Nous ne nous arrêtons pas sur ce point, en somme assez peu important. Bien que les souscriptions entièrement libérées aient largement suffi pour absorber l'emprunt, le Trésor ne toucha pas tout son capital en espèces ; il lui fut remis beaucoup de bons (3). Les porteurs firent en effet une opération assez fructueuse. Le Trésor après leur avoir servi un intérêt de 3 0/0, pendant une bonne partie de l'année pour quelques-uns, les escomptait à 2 1/2 d'une manière uniforme. Ils rapportaient donc un

(1) *Economiste français*, année 1884, p. 188 (1^{er} semestre). L'article est signé des initiales R. G. L.

(2) Il y eut 95.320 souscriptions libérées, couvrant 22.172.010 francs de rentes et 20.431 non libérées, couvrant 22.032.132 francs de rentes.

(3) 67.847.600 francs sur 350.000.000 francs.

intérêt presque double à d'aucuns, qui pouvaient se permettre de jeter dès le lendemain leurs titres sur le marché, avec une perte de 0 fr. 30 et puis de 0 fr. 60.

C'est dans ce fait, que l'on doit voir la raison de la baisse du 3 0/0 amortissable, durant les jours qui suivirent l'émission, et d'aucuns en ont conclu que cette émission n'avait pas réussi. Les échecs précédents avaient fait beaucoup de vides dans le groupe si compact de ses partisans du début, et de nombreuses critiques s'étaient élevées contre le 3 0/0 amortissable, dans la discussion de la loi qui autorisa l'emprunt de 1884. C'était en quelque sorte son glas qui sonnait là. L'Etat eut en effet besoin de capitaux quelques années plus tard ; il eut recours au 3 0/0 perpétuel pour se les procurer.

Toutefois l'émission relatée plus haut ne fut point la dernière ; la même loi qui l'autorisait, ordonnait la remise d'une certaine quantité de rentes 3 0/0 amortissable, à la Caisse Nationale des Retraites pour la vieillesse, gérée par la Caisse des Dépôts et Consignations, et celle-ci en recevait encore de nouveaux titres en 1891, suivant la loi du 24 décembre de l'année précédente.

La Caisse des Dépôts possédait, tant pour elle que pour les différents patrimoines dont la gestion lui incombe, plus de la moitié du 3 0/0 amortissable. Elle ne l'avait point acheté sur le marché, mais les titres lui en avaient été remis directement aux émissions déjà signalées à leur date. Elle a fait en outre de nombreuses acquisitions de cette valeur, et aujourd'hui elle en possède la plus grande partie. La première fois qu'elle la mit dans son portefeuille c'est en 1878. Elle mit à l'aise le ministre des

Finances, en lui ôtant le souci de placer 8.750.000 fr. de rentes sur les 16.500.000 fr. qu'il avait à vendre, et que les capitalistes, nous l'avons vu, ne se pressaient pas d'acheter.

Cette opération dut passer inaperçue à l'époque, et nous l'avons trouvée rapportée, seulement dans un discours de Léon Say, prononcé au Sénat le 21 janvier 1882. Les rentes cédées à la Caisse des Dépôts le furent au prix de 79 fr. Ce cours était un peu inférieur à celui du marché, mais le Trésor garantissait à la Caisse des Dépôts un intérêt de 4 0/0, et ne dépassant pas cette limite, il n'était pas en perte.

La deuxième remise des rentes 3 0/0 amortissable eut un autre retentissement ; elle n'était point le complément d'une émission destinée aux capitalistes, elle absorbait tout l'emprunt autorisé. Avant d'être votée, elle eut une histoire assez mouvementée : les crises ministérielles ont été fréquentes au cours de l'année 1882, aussi le projet passa-t-il aux mains de plusieurs ministres avant d'aboutir. M. Alain Targé le conçut et le présenta au Parlement ; Léon Say, son successeur, le remania, et les Chambres l'ont voté après que M. Tirard l'eut à son tour présenté. L'année s'était écoulée avec tous ces changements successifs, et les besoins s'étaient accru.

Léon Say prévoyait un emprunt de un milliard ; les titres créés, remis jusqu'à concurrence de 650 millions aux Caisses d'Epargne, en contre-partie de leurs avances, étaient destinés à être cédés aux déposants qui auraient dépassé le maximum du dépôt. Ceci n'alla pas sans soulever des critiques. Alain Targé prit violemment à partie

Léon Say ; il le combattit avec ses propres arguments, car celui-ci autrefois, lui avait reproché de vouloir transformer en « moellons et travaux de toute sorte, l'épargne populaire, ce qui le mettrait en mauvaise posture pour la rembourser ensuite. »

Léon Say quitta le pouvoir avant que son projet ne fut voté. M. Tirard le reprit, mais en augmentant le chiffre prévu, et en le portant à 1.200.000.000 fr. Les attaques recommencèrent au Parlement, elles se faisaient déjà très vives contre l'amortissement. M. de Soubeyron fit contre lui une charge à fond, et il avait beau jeu de faire ressortir son insuccès auprès du public, insuccès destiné à se poursuivre pendant toute la durée des travaux, car la perspective de nouvelles émissions ferait toujours échec à la hausse des cours. Il était facile, d'autre part, de montrer la perte éprouvée par le Trésor en ayant recours à ce mode d'emprunt, par la différence de cours avec le 3 0/0 perpétuel : celui-là coûtait plus cher que celui-ci. Toutefois la cause du 3 0/0 amortissable fut gagnée par ses défenseurs ; il y eut, entre autres, un plaidoyer remarquable de Léon Say au Sénat sur lequel nous aurons l'occasion de revenir.

La consolidation des avances des Caisses d'épargne, fut décidée par la loi du 30 décembre 1882 ; l'opération ne fut pas effectuée en une fois ; elle commença en vertu du décret du 14 mars 1883. Au cours de cette même année, elle porta sur un chiffre de 1.086.000.000 francs. Elle fut reprise l'année suivante, après les décrets des 8 février et 24 mars ; au mois de juillet elle était achevée, ainsi qu'en fait foi le rapport adressé par le Ministre des

Finances au Président de la République, le 20 juillet 1884 (1).

Ce placement, fait au cours moyen de 80 fr. 265, n'était pas encore achevé, que les deux emprunts de 1884 étaient votés. L'un et l'autre étaient compris dans la même loi du 29 janvier ; le premier devait être couvert au moyen d'une souscription publique, nous l'avons relaté tout à l'heure ; le deuxième consistait dans la remise d'une certaine quantité de rentes 3 0/0 amortissable à la Caisse des retraites pour la vieillesse.

Ce n'était pas un emprunt nouveau. L'état modifiait la manière dont il s'acquitterait à l'avenir d'une dette qui déjà lui incombait. Il avait, par la loi du 18 juin 1850, assumé la charge de servir leurs rentes aux pensionnés de la Caisse des retraites. Comme contre-partie de cet engagement, celle-ci, au moment où elle liquidait une pension, remettait au Trésor le capital jugé nécessaire pour le payer, d'après un tarif arrêté.

Ce capital, elle le donnait au Trésor sous la forme de fonds d'Etat, seules valeurs autorisées pour l'emploi des versements qui lui étaient faits. Le Trésor les annulait sur le Grand Livre, puis, il était inscrit au budget, pendant toute la durée de l'obligation, une somme équivalente à la pension à servir. Au moyen de ce procédé, il était amorti chaque année une petite portion de la dette perpétuelle ;

(1) Voici les chiffres exacts de cette émission :

En 1883 il a été remis à la Caisse des Dépôts des rentes 3 0/0 amortissable pour un capital de. . 1.085.992.641 fr. 69

En 1884. 113.994.236 fr. 81

1.199.986.878 fr. 50 représentant un capital nominal de 1.495.049.000 francs.

depuis 1851, 12.600.000 francs de rentes avaient ainsi été annulées.

Toutefois, cette opération était loin d'être fructueuse pour l'Etat. Il garantissait aux fonds de la caisse un intérêt trop élevé, il avait été de 4 1/2 0/0 et il était de 5 0/0 au début de l'année 1884. Les placements imposés à la Caisse n'avaient pas toujours rapporté cet intérêt, et ne le donnaient plus depuis quelques années déjà. Le Trésor avait déboursé de ce fait 40 millions depuis 1860. Cette dépense était augmentée encore, par suite de l'établissement défectueux des tables de la mortalité ; le taux de la capitalisation des pensions s'en trouvait faussé, mais pas au détriment des rentiers. Le ministre des Finances, au cours de la discussion des articles de la loi de finances du 29 janvier 1884, affirma que les pertes du Trésor s'étaient élevées à plus de 75 millions.

Le 1^{er} mai 1883, M. Tirard, alors ministre des Finances, déposa un projet de loi tendant à réorganiser, sur des bases nouvelles, le fonctionnement de la Caisse des retraites. Ce projet faisait en quelque sorte la suite de la conversion du 5 0/0, car il s'inspirait lui aussi, du désir de réaliser des économies sur les crédits nécessaires au service de la Dette. Il fut repoussé tout d'abord, mais le ministre, qui peu après présentait le budget rectifié de 1884, se résolut à l'y insérer, après l'avoir simplifié et réduit à ses parties essentielles.

Les articles de la loi de finances visant la modification du système de la loi de 1850, furent attaqués à la Chambre des Députés et au Sénat ; non pas que l'on critiquât l'intention de faire des économies, mais la mesure paraissait

trop radicale et trop énergique. Un député, M. Ribot, trouvait, non sans raison, peu d'avantages dans la substitution d'une dette de 11 millions, amortissable en 70 ans, à une dette viagère de 26 millions, d'une durée maximum de 30 années. Son argumentation était un peu spécieuse, car, en maintenant la loi de 1850, cette dette, loin de s'atténuer, se maintiendrait, parce que de nouvelles pensions seraient à servir ; même elle s'augmenterait. Aussi le rapporteur du budget, M. Rouvier, et le ministre des Finances, avaient-ils la tâche facile de laisser entrevoir les aléas courus par le Trésor dans cette participation onéreuse.

Les chiffres étaient là pour prouver les pertes déjà éprouvées, et dans l'avenir elles seraient encore plus grandes, car le taux des placements continuerait sa marche dégressive.

Léon Say reprit au Sénat, mais sans plus de succès, la lutte soutenue à la Chambre. Il demandait lui, un ajournement de la mesure et son insertion ultérieure dans un projet de loi plus complet. Mais il insista vainement à deux reprises, le ministre des Finances eut gain de cause, il fut inscrit au Grand Livre un titre de rente 3 0/0 amortissable de 11.039.195 francs, soit un capital de 294.769.201 francs (1).

Le Grand Livre s'ouvrit une fois encore, pour recevoir une dernière inscription de cette rente ; ce fut en 1891. Là non plus, il ne s'agissait pas, au fond, de constituer le titre d'une dette nouvelle : l'opération était en réalité une

(1) Capital nominal 369.337.500 francs ; l'opération fut traitée au cours de 92 francs.

conversion, dont les deux phases étaient dissociées. L'on ne proposa pas aux porteurs de titres une réduction d'intérêt, on leur remboursa leur créance et pour faire face à cette dépense, le Trésor négocia environ 5.500.000 francs de rentes 3 0/0 perpétuelles remises par la Caisse des Dépôts ; en échange elle reçut une même quantité de rentes 3 0/0 amortissables.

Les valeurs qu'elles remplaçaient étaient, elles aussi, pourvues d'un amortissement, mais beaucoup plus rapide, car elles devaient être remboursées au plus tard en 1907. Les unes étaient constituées par le solde des obligations trentenaires, autorisées par la loi du 29 décembre 1876 (émises en vertu du décret du 12 juin 1877), les autres par les Bons de liquidation, prévus par la loi du 28 juillet 1874 (1). Elles portaient intérêt à 4 et à 5 0/0, intérêt manifestement trop élevé pour l'époque ; mais la légitimité de leur remboursement était pour le moins douteuse ; nous avons d'ailleurs eu à nous en occuper plus haut.

Cette inscription de 3 0/0 amortissable est la dernière à figurer au Grand Livre. L'Etat Français n'a pas clos avec elle la liste de ses emprunts, mais la forme amortissable est apparue inopportune, parce que contraire aux préférences des capitalistes, et aussi parce que sans profit pour la situation de la dette, et même onéreuse pour le budget. C'est ce que nous avons l'intention de faire ressortir, au cours des deux chapitres qui vont suivre.

(1) Les obligations trentenaires avaient pour objet de faire face aux travaux publics. Les Bons de liquidation avaient été remis à ceux qui avaient éprouvé des dommages, du fait des travaux militaires exécutés pendant la campagne de 1870-1871.

CHAPITRE III

LES CAPITALISTES ET LA RENTE 3 0/0 AMORTISSABLE

La rente 3 0/0 amortissable offre au capitaliste, aujourd'hui encore, les avantages combinés des deux valeurs malgré tout recherchées. Cette qualité, elle la possédait à un plus haut point au moment de sa création, alors qu'aucune de ses particularités ne faisaient l'objet d'un doute. Elle participe, en effet, à la garantie et aux privilèges de la rente française; comme elle, elle est insaisissable; elle partage encore avec elle l'immunité fiscale, et de plus, elle a été déclarée inconvertible; cette affirmation, si elle ne paraît pas actuellement évidente pour tous, fut admise sans restriction lorsqu'elle fut apportée.

Et puis, semblable en cela aux obligations de chemins de fer, le 3 0/0 amortissable est remboursable avec prime, dans un délai qui ne dépassera pas l'année 1853. Un certain nombre de titres sont chaque année désignés par le sort au remboursement, et la prime provient de la différence entre le prix d'émission et le pair. Son existence n'est pas étrangère à la recherche dont les obligations de compagnie de chemins de fer, ont été et sont encore, mais dans une moins large mesure, l'objet de la part des capitalistes, des rentiers, surtout des petites bourses.

Se présentant ainsi à son émission, réunissant et au delà les causes d'attraits de deux valeurs, le 3 0/0 amortissable devait être très demandé, et l'on comprend aisément la confiance de Léon Say et de la grande majorité des membres du parlement. Elle était dans la logique des choses, et celui qui aurait prédit l'insuccès du nouveau titre aurait pu à bon droit être considéré comme systématiquement partial et un peu hostile. L'abondance des demandes, le premier jour où il en fut vendu, confirme assez l'opinion favorable que l'on avait de lui ; mais il ne faudrait pas tirer la même conclusion des cours élevés ; ils furent le résultat de l'imprécision des ordres donnés et de la faible quantité des rentes offertes.

Les acheteurs exécutés ont eu pour la plupart une désagréable surprise ; ils ne s'attendaient pas à payer de tels prix bien supérieurs aux pronostics.

Il en avait paru dans différentes feuilles ; dans l'une d'elles (1) entre autres, dont les attaches avec le gouvernement n'étaient pas inconnues, et l'on pouvait considérer ses chiffres comme le prix central autour duquel se feraient les transactions, sans grand écart en deça ou au delà. Il était déduit de la comparaison avec les autres fonds d'Etats ; surtout avec le 3 0/0 perpétuel dont la similitude des taux d'intérêt facilite le rapprochement. Il y a seulement à tenir compte de la prime de remboursement du 3 0/0 amortissable, qui peut être considérée comme un supplément de revenu, celui du petit capital qui, placé à intérêt composé pendant la période d'amortissement, en reproduira la prime. Ce capital ajouté au prix coté par le

(1) *Le Journal des Débats.*

3 0/0 donne le cours du 3 0/0 amortissable en parité avec lui.

L'on considérait alors généralement pour trouver cette différence, la durée totale de l'amortissement : 75 ans et l'on recherchait la somme nécessaire pour permettre, pendant ce temps, de capitaliser la prime. Cette façon de calculer est défectueuse à notre sens ; nombreux sont les titres qui seront amortis avant ce terme, car il en est remboursé chaque année, aussi, en raison de cet échelonnement, il nous paraît plus logique de considérer le terme moyen de l'amortissement, au lieu du plus éloigné. Les cours de parité se trouvent de ce fait plus élevés.

Ces réflexions, nous les faisons, en lisant ceux publiés dans les écrits de l'époque, (nous avons reproduit ceux du *Journal des Débats*), et nous pensions que, peut-être, les agents de change se les étaient faites, en exécutant les premiers ordres d'achat. Cette conception différente de la parité du 3 0/0 amortissable avec le perpétuel eut éclairé d'un tout autre jour leur conduite. Mais en reprenant les calculs pour notre compte (1), et en les faisant porter sur 55 ans, la différence nous apparut de 4 fr. 50 environ et non de 5 fr. 17 comme on le publiait couramment alors.

(1) Nous avons fait usage de la formule suivante :

$$A = a(1 + r)^n,$$

A, c'est la prime d'amortissement ; a, c'est la somme inconnue (x) qui placée à intérêt composé doit la reproduire ; r, c'est l'intérêt, nous l'avons fixé à 3 0/0 ; le taux est inférieur à celui de l'époque, mais il était exceptionnel, la formule devient :

$$23 = x(1 + 0,03)^{55}$$

$$x = \frac{23}{1,03^{55}} = \frac{23}{5,08214859} = 4,5256446.$$

Les premiers cours cotés par le 3 0/0 amortissable étaient donc manifestement exagérés.

Ce fut, pour le 3 0/0 amortissable, un début désastreux dont il supporta les conséquences fâcheuses tout au cours de sa carrière. Il était né sous une mauvaise étoile ; à l'emballement du début succéda une sorte de méfiance et nous avons vu dans le chapitre précédent, quelle difficulté éprouva le gouvernement à placer le solde de l'emprunt, malgré qu'il l'offrit au prix du marché. Il n'était plus celui du premier jour : dans l'intervalle de temps qui le sépara de l'époque, où le ministre des Finances mit les titres qui lui restaient à la disposition du public, les cours avaient baissé ; ils l'avaient fait lentement, mais d'une façon continue et ce n'était pas le résultat d'une crise, d'un grand mouvement de spéculation, comme on en discerne souvent sur les marchés ; le 3 0/0 amortissable revenait progressivement aux environs des valeurs analogues, et cette tendance se poursuivit pendant les diverses tentatives faites pour vendre ce qui en demeurait. Il la conserva encore durant la période qui suivit l'achèvement de la première émission, toutefois il n'a guère coté au-dessous de 80 francs. Il y avait beaucoup de titres à classer ; les banquiers en possédaient la majeure partie, nous avons vu qu'ils en avaient fait d'importants achats le jour où on les leur avait cédé à des prix avantageux, et leur intention n'était point de les conserver. Ils parvinrent assez vite à les écouler dans leur clientèle, puis le 3 0/0 amortissable commença de suivre les autres fonds d'Etat dans leurs variations.

Il a participé à leur hausse dans les années 1879

et 1880. Mais celle-ci aurait pu être plus considérable, car elle était peu en rapport avec les tendances du marché. Elle se trouvait contenue, surtout par la présence de la rente 5 0/0, dont les cours avaient depuis longtemps dépassé le pair au point de permettre une conversion. L'émission du 3 0/0 amortissable, fut accusée de l'avoir retardée, mais, à notre sens, elle l'a été plutôt par la timidité dont en France les gouvernements sont coutumiers vis-à-vis de cette opération, dans la crainte, sans doute, de mécontenter les porteurs de rentes, (ils sont légion en France), et de s'aliéner leur sympathie.

La présence du 3 0/0 amortissable n'était pas étrangère, toutefois, à la lenteur avec laquelle montaient les cours de la rente. Il était à la veille de s'accroître, et dans une plus large mesure que celle prévue tout d'abord ; le plan Freycinet qui devait s'alimenter avec lui, s'accroissait chaque jour.

Des émissions successives étaient donc à prévoir ; l'une d'elles était peut-être toute proche, aussi nombre de capitalistes pouvaient-ils se réserver, pour profiter du taux de souscription plus avantageux que les cours de la Bourse.

Cependant, malgré toutes ces considérations, le 3 0/0 amortissable avait, en l'année 1880, atteint et même dépassé les cours jugés exagérés, le jour de la première émission. Il voyait en effet, celui de 89 fr. 30 le 8 septembre. Le marché s'était trouvé rassuré par les déclarations du ministre des Finances, affirmant son intention de surseoir à l'émission autorisée par la loi de Budget.

Il portait pourtant de plus en plus son attention, sur les valeurs de toute nature que l'on voyait sourdre de toute part.

Elles offraient aux capitalistes un taux d'intérêt avec lequel les emprunts de l'Etat ne pouvaient lutter, et ceci n'est point un fait isolé dans notre histoire financière, un mouvement analogue s'est produit à une époque beaucoup plus rapprochée de nous. Dans les premières années de ce siècle, on abandonna quelque peu la rente au profit de valeurs étrangères, comme on l'avait fait en 1881 ; aussi l'émission contemporaine de cette date ne profita pas des hauts cours enregistrés quelques mois avant.

L'emprunt même, nous l'avons vu dans le chapitre précédent, fut long à se classer. Les banquiers l'ont conservé longtemps et encore le Trésor leur est-il venu en aide, et a-t-il contribué à soutenir les cours, en prêtant des fonds en report sur la rente 3 0/0 amortissable. Ces avances commencèrent en novembre 1881. Elles ont été de 53 millions pour la liquidation de ce mois ; elles ont monté à 65 millions pour celle de janvier, puis atteint leur maximum fin février, où elles ont été de 165 millions. Elles se sont réduites ensuite à 82 millions à la liquidation de mars et à 40 à celle d'avril. Toutefois le remboursement complet des fonds avancés n'eut lieu qu'après juillet.

C'était là pour le Trésor une opération bien hasardeuse, une véritable spéculation. Elle réussit, mais l'échec eut été gros de conséquences. Il eut été en quelque sorte la faillite de l'émission de 1881, dont une bonne partie serait revenue aux mains de l'Etat. Le Gouvernement en avait pourtant proclamé le succès, mais il avait été, on le voit, plus apparent que réel.

Grâce à l'intervention du Trésor, le 3 0/0 amortissable n'a pas connu une baisse trop considérable, au cours de

la crise qui sévit en 1882, à la suite du krach causé par la mise en liquidation de la banque de l'Union Générale.

Il cotaït ses plus bas cours à la fin seulement de cette même année (79 fr. 90 le 18 décembre); il ne subissait donc pas uniquement l'influence fâcheuse de la panique récente; il était aussi à la merci d'autres causes qui lui étaient propres. Parmi elles, se rencontraient celles que nous avons signalées tout à l'heure; elles se faisaient même sentir de plus en plus car, dans le plan Freycinet, de nouvelles extensions s'étaient révélées. Il y avait aussi à faire intervenir les fluctuations de la politique intérieure; les crises ministérielles se succédaient très rapprochées, et, sur le marché, l'on n'accordait pas toujours la même confiance à ceux qui se trouvaient investis de la tâche de gouverner le pays. L'on peut ainsi constater une hausse de la rente lors du passage de Léon Say au pouvoir en 1883 (1).

A la fin de cette même année, le mauvais état de nos finances, révélé par la discussion du Budget et la perspective de nouveaux emprunts, fit baisser les cours; le 3 0/0 amortissable vit celui de 76 fr. 60 le 17 décembre, il n'avait jamais été aussi bas, il devait coter en-dessous une fois seulement, le 4 mars 1884; encore convient-il de remarquer que ce cours était fait par des titres nouveaux, (l'émission avait eu lieu le 12 février), et que la première échéance de leurs coupons d'intérêt, avait été reculée au 16 juillet.

A cette date, on peut considérer comme terminées, les émissions du 3 0/0 amortissable, en tant qu'on les con-

(1) Voir le tableau ci-après page 110.

sidère au point de vue de leur influence sur son marché. On a pu remarquer facilement jusqu'ici son échec ; ses cours reflétèrent ensuite ceux du 3 0/0 perpétuel. Il n'a donc pas plu à la clientèle nombreuse des fonds d'Etat. C'est qu'à leurs yeux il présentait des défauts propres à les détourner de lui. Il manque, avant tout, de clarté et c'est une qualité essentielle en manière de finance ; Colbert ne disait-il pas : « il faut la rendre si simple qu'elle puisse être facilement entendue par toutes sortes de personnes. » Son nom, tout d'abord, n'a pas une signification bien évidente ; il est nombre de personnes pas tout à fait étrangères cependant aux questions financières, pour lesquelles il ne répond pas à une notion très précise ; il est aisé de le remarquer, car nous avons pu le faire à maintes reprises. Il n'eût pas été impossible, semble-t-il, de lui choisir une dénomination plus facile à comprendre et plus accessible aux profanes, elle aurait pu rappeler, (comme on l'a d'ailleurs signalé au Gouvernement d'alors), celle des obligations des Compagnies de chemins de fer, leur modèle (1).

A côté de cela, des causes de confusion apparaissent si l'on consulte la cote. Le 3 0/0 amortissable se cote par 3 francs de rentes, comme la rente perpétuelle sur un capital nominal et fictif de 100 francs. Cependant, la coupure minima est de 15 francs de rentes, représentant un capital nominal de 500 francs. On en avait réclamé l'abaissement dans la discussion de la loi de juin 1878, mais il ne fut point donné suite à cette demande. Une

(1) Ce que l'on a fait pour l'émission récente destinée à couvrir le déficit de l'Ouest-Etat : « Obligations des Chemins de fer de l'Etat ».

telle mesure, de réalisation commode, n'aurait pas manqué sans doute, d'attirer des acheteurs dont les ressources sont limitées, mais chez qui les titres sont généralement bien classés.

L'on s'en est peu soucié, dirait-on, car l'on ne retrouve pas dans la rente amortissable, le morcellement dont est l'objet le 3 0/0 perpétuel (1). Assurément sa forme se prête moins à la division, mais, sans être poussé aussi loin, elle aurait pu offrir une ou deux fractions inférieures à 15 francs ; 3 francs à 7 fr. 50 par exemple. Aussi ne faut-il pas trop s'étonner du peu de recherche dont fut l'objet le 3 0/0 amortissable, surtout si l'on veut bien se rappeler le manque d'empressement, pour ne pas dire l'hostilité des banquiers à son égard. C'est une valeur qui n'a guère eu de marché ; on ne traite plus sur elle d'opérations à terme, (nous n'avons point l'intention de nous étendre sur leur influence, c'est un sujet qui est devenu un lieu commun). La forme du titre ne s'y prête guère : l'on éprouve, en raison de l'amortissement annuel, des difficultés à traiter sur lui des opérations à *long terme*, car il faut des arrangements spéciaux à l'approche du moment où les tirages ont lieu.

Les titres manqueraient, en outre, pour l'alimenter. Leur nombre déjà assez peu considérable se trouve encore diminué, parce que la majeure partie en est aux mains de la Caisse des Dépôts et Consignations. Nous avons vu qu'elle en avait acquis une assez grande quantité au cours

(1) Tableau comparé du fonctionnement des deux rentes 3 0/0 :

3 0/0 perpétuel : 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 20, 30, 50, 100, 1.009, 1.500, 3.000.

3 0/0 amortissable : 15, 30, 60, 150, 300, 600, 1.500, 3.000.

des émissions successives ; elle a continué, par la suite, à en garnir son portefeuille, d'où ils n'ont aucune tendance à ressortir pour reparaître sur le marché. Le reste est bien classé.

Aussi les cours du 3 0/0 amortissable n'ont-ils pas d'existence propre. Ils se calquent sur ceux du 3 0/0 perpétuel, le précédant d'une avance de moins en moins considérable à mesure qu'ils approchent du pair et se mettant à sa suite, au contraire, lorsqu'il est dépassé ; ceci d'une façon régulière, ainsi qu'il ressort du tableau que nous faisons figurer à la fin de ce chapitre. Ils doivent évidemment l'un et l'autre obéir aux mêmes influences ; subir les effets des événements qui marquent la vie de la nation, ou en profiter suivant les cas, mais le 3 0/0 amortissable devrait, semble-t-il, être moins sujet aux variations à cause de son amortissement. La certitude de le voir remboursé au pair dans un avenir peut-être tout proche, devrait contenir ses écarts. Mais il n'en est point ainsi ; il est condamné à être le satellite du 3 0/0 perpétuel.

D'aucuns ont pu regretter ce rôle, qui n'a pas peu contribué à le faire abandonner comme procédé d'emprunt. Ils avaient fondé sur lui de grandes espérances, et pensaient le voir servir à la transformation, puis à l'extinction de notre dette. Jusqu'à quel point cette opération eut été avantageuse pour nos finances ; c'est ce que l'on pourra, dans une certaine mesure, déduire du chapitre qui va suivre ; au cours de ses développements, nous nous proposons de nous étendre sur les rapports du 3 0/0 amortissable avec les budgets.

*Tableau des cours les plus hauts et les plus bas
des deux 3 0/0 chaque année, avec les cours correspondants le même jour*

Années	3 0/0 perpétuel Cours le plus haut	3 0/0 amort. le même jour	3 0/0 amort. cours le plus haut	3 0/0 perpét. le même jour	3 0/0 perpét. cours le plus bas	3 0/0 amort. le même jour	3 0/0 amort. cours le plus bas	3 0/0 perpét. le même jour
1878	20 Juil. 77,75	85,10	17 Juillet 87	77,55	29 Mars 69,95	»	16 Oct. 77,25	74,80
1879	15 Sept. 84,50	86,20	19 S.-pt. 86,80	83,75	17 Janv. 76,32	72,40	20 Janv. 79,10	76,50
1880	8 Sept. 87,30	89,36	8 Sept. 89,30	87,30	15 Janv. 81,10	82,85	15 Janv. 82,85	81,10
1881	6 Juin 87,45	89	6 Juin 89	87,25	12 Avril 82	84	11 Avr. 83,80	83
1882	3 Janv. 84,75	85	3 Janvier 85	84,75	16 Déc. 78,65	80,36	18 Dec. 79,90	79,10
1883	3 Mars 82,65	83,20	3 Mars 83,20	82,65	17 Déc. 74,15	76,60	17 Dec 76,60	74,15
1884	9 Juin 79,50	80,50	29 Dec. 82,30	79,05	3 Janv. 75,10	76,50	4 Mars 76,27	76,25
1885	15 Juin 82,40	83,75	17 Mars 84	82,45	9 Avril 76,20	78,50	9 Avril 78,50	76,40
1886	10 Dec. 83,90	83,60	3 Dec. 86,65	83,80	31 Mars 80,15	82,10	2 Janvier 81	80,40
1887	5 Dec. 82,90	85,20	5 Dec. 85,80	82,90	3 Février 73	81	3 Février 81	76
1888	10 Sept. 84,60	87	10 Sept. 87	84,60	11 Janv. 80,90	81,80	12 Avril 84	81,10
1889	14 Dec. 88,40	92,25	19 Decemb. 93	87,70	4 Janv. 82,50	86,45	6 Juillet 85	83,65
1890	13 Sept. 96,37	97	13 Sept. 97	96,37	2 Janv. 87,40	91,80	11 Fév. 91,10	87,70
1891	12 Sept. 96,70	97,10	23 Sept. 97,40	96,05	13 Mai 92,20	92,80	12 Mai 92,50	92,30
1892	7 Sept. 100,70	100,30	23 Sept. 100,70	99,85	2 Janvier 93		11 Janv 95,80	95,35
1893	1 Dec. 99,60	99	4 Sept. 99,50	99,40	9 Janv. 93,60	95	9 Janv. 95	93,60
1894	13 Sep 104,50	102,50	13 S.-p 102,50	104,50	25 Janv. 96,80	96,85	26 Janv 96,75	96,96
1895	7 Mars 103,75	101,50	16 Mars 102	102,80	2 Nov. 99,60	99,65	2 Nov. 99,65	99,60
1896	3 Dec. 103,25	101,60	11 Dec 101,75	103	17 Juin 100,60	100,35	1 Juin 100	101,35
1897	10 At 105,25	105,10	10 At 105,10	105,25	15 Fév. 101,60	100,25	15 Fév. 100,25	101,60
1898	5 Mars 104,30	103,25	5 Mats 103,25	104,30	2 Nov. 161,35	100,60	20 Avril 100	101,25
1899	18 Fév. 103,05	101,25	2 Mars 101,70	103	27 Dec. 98,75	98,80	27 Dec. 98,80	93,75
1900	13 Dec. 102,30	100,90	13 Dec. 100,90	102,30	2 Janv. 99,15	94,25	5 Juil. 97,80	93,60
1901	14 Fév. 102,45	100,34	5 Mars 100,75	102,05	17 Juin 99,85	99,50	1 Juil. 69,10	100,35
1902	7 Juin 102	100,50	20 Juin 101,45	101,75	17 Dec. 98,45	99,15	24 Nov. 98,50	93,80
1903	10 Jan. 100,17	99,60	13 Mars 100	100,05	23 Sept. 96,25	97,65	2 Juil. 96,70	96,70
1904	15 Sept. 99,10	99	3 Juin 99	97,93	20 Février 94		25 Fév. 95,55	95
1905	8 Mars 100,50	99,80	22 Sep. 100,10	99,75	7 Janv. 97,70	97,50	7 Janv. 97,50	97,70
1906	10 Mars 99,90	99,50	23 Mars 99,80	99,80	18 Dec. 94,90	96,10	3 Novemb. 95	95,10
1907	9 Dec. 96,20	96,80	7 Fév. 97	95,90	18 Jmin 93,75	96	28 Oct. 94,55	94,25
1908	3 Mars 97,65	98,15	9 Mai 98,60	96,60	1 Juin 94,15	96,30	6 Janv. 95,70	95,25
1909	14 Dec. 99,25	99	24 Dec. 99,50	98,70	16 Janv 96,25	97,10	16 Janv. 97,10	96,25
1910	12 Mars 99,20	99	15 Janv. 99	99,05	12 Oct. 96,45	96,55	3 Oct. 96,50	96,85
1911	20 Fév. 97,55	97,60	5 Janv. 97,25	97,20	16 Sept. 93,50	95,20	21 At 94,55	94,34

CHAPITRE IV

LES BUDGETS ET LA RENTE 3 0/0 AMORTISSABLE

La raison d'être du 3 0/0 amortissable a été, on s'en souvient, de fournir au budget les ressources nécessaires à solder les dépenses engagées dans l'exécution des Travaux publics, compris dans le plan Freycinet. « La loi que nous vous proposons, disait Léon Say à la tribune de la Chambre le 7 février 1878 en déposant le projet de la rente amortissable, est à la fois une loi de principe et une loi d'application... Comme loi d'application, elle emploie dès maintenant l'instrument financier qu'elle vous propose, à procurer les ressources que rend nécessaire la loi qui vous a été présentée le 12 janvier dernier, relativement au rachat des compagnies secondaires de chemins de fer. » Ce n'était là que le début, l'amorce du Grand Programme; son ampleur était trop considérable, pour songer à tirer des moyens ordinaires du budget, les fonds indispensables pour le suivre comme il allait être tracé, et les augmentations multiples apportées dans la suite, n'ont point été de nature à le faire rentrer dans le cadre des dépenses acquittées au moyen de l'impôt.

On était là en face de demandes de crédits d'une nature toute spéciale et homogène, et qui, de plus, prenaient les capitaux à la même source. Leur faire une place bien distincte dans le budget général, était logique; on est allé même plus loin, on les a mises complètement en dehors. Ce n'était pas là d'ailleurs une innovation dans nos finances. Le principe de l'unité budgétaire n'a pas toujours été, chez nous, érigé en dogme intangible, même si l'on s'en tient à la période de notre histoire où l'on trouve des budgets régulièrement établis, suivant les principes modernes. La Restauration sous une formule déguisée, le second Empire, lui ouvertement, ont connu la dualité des budgets. M. Thiers à son arrivée au pouvoir, voulut un budget unique, mais il ne semble pas qu'en fait il l'eut conservé longtemps, car dès 1872, l'ouverture d'un « compte de liquidation » peut être considérée comme un retour aux pratiques du second Empire. « Les comptes de liquidation, (il y en eut deux), avaient des ressources propres, et de plus pour les rembourser, car toutes avaient pour origine l'emprunt, des crédits spéciaux, prélevés sur les revenus habituels des budgets, leur étaient alloués.

Ils s'en séparèrent officiellement lorsque dans la loi de Finances pour l'exercice de l'année 1879 on inscrivit un titre nouveau : « Budget sur ressources extraordinaires » où allaient être rangées les dépenses afférentes aux Grands Travaux Publics. Le budget extraordinaire allait avoir désormais une existence avouée et prendre une extension nouvelle, en même temps qu'un regain de vie, à une époque où l'on pouvait le penser à la veille de disparaître

faute d'aliment. Il serait en effet besoin de longues années, pour mener à bonne fin tous les travaux que l'on voulait entreprendre, et d'aucuns regrettaient de voir nos Finances s'engager dans cette voie.

La présence du budget extraordinaire leur apparaissait comme une cause de confusions et d'obscurités, tenant surtout son origine dans la faculté de reporter d'un exercice sur l'autre, les crédits non employés ; un simple décret suffisait pour cela. (*Voir tableaux*, p. 114 et 115).

Grâce à l'usage de ce procédé, il devient très difficile de se rendre un compte exact de l'étendue des ressources mises chaque année à la disposition des ministres. Ceux-ci trouvent là une tentation à exagérer les dépenses et à mettre à profit, soit dans un moment de gêne pour cacher ou diminuer un déficit, soit pour faire apparaître des excédents fictifs, le budget extraordinaire, en y rattachant des dépenses, dont la place logique est dans le budget général. Cette dissimulation est facilitée, par la difficulté de distinguer en pratique les dépenses ordinaires d'avec les extraordinaires. L'on s'entend bien généralement pour comprendre sous la deuxième dénomination, celles qui sont essentiellement exceptionnelles, accidentelles, et qu'un emprunt doit le plus souvent solder ; mais si l'on descend dans le domaine des applications, les discussions jaillissent et les avis sont très partagés, car il est bien rare qu'une dépense réunisse exclusivement les caractères indiqués tout à l'heure.

Nous n'en voulons qu'un exemple, pour ne pas trop nous étendre sur ce sujet. L'on a rangé dans le budget extraordinaire, les dépenses dont l'objet était la réfection

Tableau des budgets extraordinaires, pendant les émissions du 3 % amortissable

(Ce tableau a été dressé d'après les chiffres donnés dans le dictionnaire des Finances de Léon Say)

LEURS DÉPENSES (en milliers de francs)

	1879	1880	1881	1882	1883	1884	Chiffres d'ensemble
Guerre	41.128	107.949	113.595	151.666	123.378	415.842	753.009
Marine	4.132	19.347	238.42	20.145	19.639	12.346	
Finances		1.500	961				
Postes		4.128	11.073	9.950	10.200	4.039	83.070
Intérieur			697	385			
Algérie	3.389	2.907					
Beaux-Arts			8.767	9.787	4.600	7.382	2.203.081
Agriculture			2.953	3.352			
Travaux-Publics	237.715	346.660	539.121	468.338	457.147	154.070	
	286.394	479.491	701.009	663.623	614.964	293.679	3.039.160

Tel qu'il est, ce tableau appelle quelques explications. Nous avons groupé les dépenses en 3 catégories : Année, Travaux-Publics, autres ministères. Les 753.000.000 fr., dépensés pour la défense nationale, n'étaient pas tous prévus au 2^e Compte de liquidation. Il lui avait été voté 1.162.159.000 de crédits ; après l'exercice 1878, il demeurerait encore libres ; 233.426.000 fr. On peut donc conclure que 3.933.000 fr., ont été dépensés en dehors des crédits des travaux prévus en compte de liquidation, partant extraordinaires. (D'après une note adressée le 17 mai 1879 au Directeur général de la Comptabilité publique).

(Bulletin de statistique et de législation comparée de cette année-là).

Tableau des Budgets extraordinaires pendant les émissions du 3 ⁰/₀ amortissable
(Ce tableau a été dressé d'après les chiffres donnés dans le dictionnaire des Finances de Léon Say)

LEURS RECETTES (en milliers de francs)							
	1879	1880	1881	1882	1883	1884	Total des sommes dem. à l'emprunt
3 0/0 amortissable. { Emission : 1878. — 1881. — 1884.	94.318 407.713	22.499 394.250	354.464	79.200	67.238 56.637	278.644	116.817 999.965 335.248
Obligations trentenaires	32 007	7	96	40 330	20 21.088 17.846		
Excédent des Cptes de liquidation { 1 ^{ere} partie 2 ^e partie					11.830 4.600	7.382	
Excédents de recettes 1880. — 1881.						7.688	
Emploi de l'avance de la Banque		8.398	8.670	9.787			
Consolidation dette flottante.		7.058	307.006	517 013			
Fonds de concours	52.356	50.178	30.774	47.294	27.834		1.199.984
Remboursement de la garantie d'intérêt					46.649		
	286.394	479.490	704.010	614.961	614.961	293.681	2 652.014
			3.039.460				

Les sommes additionnées dans la colonne de droite des recettes (la dernière) représentent celles demandées au 3 ⁰/₀ amortissable pendant cette période. Pour en retrouver l'ensemble, il faut ajouter :

333.063	utilisés en 1878 ;
4.750	— en 1883 ;
294.769	émission de 1884 (Caisse des Retraites) ;
174.778	— de 1891 (Caisse des Dépôts) ;
2.652.014	
3.459.376,000.	

de nos armements ; elle était nécessaire dans une très large mesure à la suite de la guerre, mais il était sage pour l'avenir, de prévoir l'usure des armes et équipements ou leur défaut de conformité avec le progrès, et surtout avec ceux de nos voisins, que l'évolution dans le passé, quoique lente, laissait entrevoir comme évidente. Il est bien tentant d'user d'une pareille incertitude, pour faire apparaître au pays une situation financière plus brillante qu'elle n'est en réalité.

Aux critiques que l'on peut élever contre ce manque de sincérité, n'ont point échappé les budgets extraordinaires après 1878. En lisant le tableau que nous avons joint ici (1), l'on pourra s'en rendre compte aisément. L'on y verra, en l'année 1880, le ministre des Finances faire un essai timide du budget extraordinaire : il lui demande un petit crédit de 1.500.000 francs ; les Postes elles, peuvent passer inaperçues, ne vont-elles pas avec les Travaux Publics ? Enhardi par cet exemple, le ministère de l'Intérieur demande l'année suivante 697.000 fr. ; le ministère de l'Agriculture le suit dans cette voie, et s'inscrit pour 2.953.000 francs ; et il n'est pas jusqu'à celui des Beaux Arts qui tienne à ne pas demeurer en retard sur ses voisins. Il est trop heureux, sans doute, de se trouver en si bonne compagnie, mais il est plus gourmand et réclame 8.767.000 francs. Les sommes dépensées ainsi au Budget extraordinaire, par les ministères autres que ceux des Travaux Publics, de la Guerre et de la Marine,

(1) Nous nous sommes occupés seulement des budgets extraordinaires qui ont été dressés pendant les émissions du 3 % amortissable et se ont alimentés en majeure partie avec lui.

se sont élevées à 83 millions et l'on peut avancer, même en étant certain de se trouver en deçà de la vérité, que le 3 0/0 amortissable a servi dans cette mesure à éviter des déficits. L'on objectera bien que le 3 0/0 amortissable seul, n'a pas contribué à procurer toutes les ressources du budget extraordinaire, mais tout au moins les complétait-il, et si les dépenses n'avaient pas été aussi élevées, ses émissions auraient été moins considérables. Et puis, il ne serait pas nécessaire de pousser bien avant l'examen des demandes de crédits des ministères de la Guerre, de la Marine ou des Travaux Publics, pour y découvrir des dépenses rentrant normalement dans celles du budget général (1).

D'ailleurs, il est un fait indéniable ; c'est la présence de déficits aux budgets après l'exercice de l'année 1881, (nous en indiquerons bientôt l'importance), pour les combler, le recours à l'emprunt est le seul moyen ; le 3 0/0 amortissable avait seul cours à cette époque, c'est donc lui qui a fait face, tout au moins en dernière analyse, aux insuffisances des recettes normales. L'on ne manque pas d'être surpris, de constater un tel emploi du 3 0/0 amortissable si éloigné de son but primitif, et de le voir venir en aide aux budgets, qui, d'autre part, contribuaient à son remboursement.

En effet, les crédits nécessaires pour en assurer le service apparaissent au budget général, et sont prélevés sur ses ressources normales. Ils l'étaient au moment de sa création, car Léon Say n'avait pas introduit son emprunt,

(1) C'était pour solder les frais que lui occasionnerait l'émission éventuelle de rentes 3 0/0 amortissable, autorisée par la loi de finance.

sans lui trouver les fonds indispensables pour assurer la distribution de ses intérêts et son amortissement. Il était trop soucieux de ménager les deniers du pays, et il était passé à trop bonne école pour l'avoir omis. Les budgets étaient mis alors largement à contribution pour rembourser les comptes de liquidation, le premier surtout, et les avances de la Banque de France. Pendant quelques années, de 1872 à 1876, un crédit annuel de 200 millions de francs, avait été maintenu à cet effet, mais il n'était pas demeuré constamment à ce chiffre ; il avait été ramené à 150 millions. Celui prévu au budget de 1879, était de 170.500.000 francs. Il devait servir à solder des avances de la Banque, et aussi à rembourser les obligations à court terme parvenues à leur échéance. Leur amortissement devait prendre fin en 1889, quant à la dette vis-à-vis de la Banque, elle était destinée à s'éteindre avec l'exercice suivant.

Aux yeux de Léon Say, la continuité de ces crédits dénotait, dans le budget, l'existence de réserves considérables, où il voulait rechercher la base financière des opérations nouvelles auxquelles il s'associait. Il proposa donc de les entamer au profit de l'emprunt de 500 millions dont l'émission était projetée, et de boucher la brèche ainsi ouverte dans les crédits nécessaires à l'amortissement des obligations à court terme, en reculant leur échéance dernière. L'emprunt de 500 millions, au taux où il serait sans doute placé, exigerait 25 millions par an, environ ; en les prélevant sur les 170.500.000 francs destinés dans l'exercice de 1879, à rembourser le compte de liquidation, celui-ci ne recevrait plus que 145.500.000 fr.,

soit jusqu'en 1889 ; 1.500 millions, (en admettant qu'il y aurait dans chaque budget une même allocation), au lieu de 1.900 millions, soit une différence de 300 millions. On la comblerait en continuant à inscrire au budget pour le même emploi, une somme sensiblement égale à celle précédemment réservée, et cela pendant 3 années encore, car dans les chiffres approximatifs que nous avons cités, nous n'avons pas tenu compte des intérêts de retard. Enfin, pour faire face jusqu'en 1880 au remboursement des avances de la Banque de France, Léon Say proposait à l'occasion du renouvellement de son privilège, (c'était cette même année), de porter de 60 à 140 millions le chiffre de ses avances permanentes. La créance qu'elle possédait encore contre l'Etat, serait imputée sur elles. Cette solution allait être au Budget d'un grand secours, en le dispensant d'ajouter aux 170 millions déjà prévus à l'amortissement, les sommes nécessaires pour rembourser la Banque.

C'était certes une heureuse combinaison, et le maintien de semblables crédits dans les budgets, eut été souhaitable, mais à la condition toutefois, que ceux-ci aient continué à se solder par des excédents, comme en 1878 et en 1879. La présence de ces derniers eut été d'autant plus nécessaire, que les emprunts en 3 0/0 amortissable n'étaient pas destinés à demeurer au chiffre de 500 millions. Ceux-ci, ou d'autres de nature différente devaient évidemment se produire avant l'année 1892, car l'on se disposait à dépenser plus de 500 millions en travaux publics jusqu'à cette époque. La question se poserait de savoir où l'on prendrait les fonds exigés par leur service ?

Sans doute, Léon Say escomptait-il de nouvelles plus-values, fruits de l'accroissement de la richesse générale, qui depuis quelques années n'avait point interrompu sa marche en avant. Mais c'était se montrer bien optimiste, et oublier que les années prospères sont toujours suivies d'années stériles, causant des mécomptes dans la rentrée des impôts. C'était aussi ne pas écouter les demandes chaque jour plus pressantes de dégrèvements, et ne pas tenir compte des promesses faites par les Députés et par les Sénateurs, car celles de réduire les impôts servaient de monnaie électorale, comme de nos jours la formule de Turgot : « Pas d'emprunts, pas d'impôts nouveaux ! »

Léon Say n'allait pas demeurer toujours au pouvoir pour mettre un frein à ces tendances ; bientôt M. Maguin le remplaçait. Lui et ses successeurs n'ont pas toujours imité sa prudence, et puis l'on eut à déplorer quelques années de mauvaises récoltes, dont les fâcheux effets ont été considérablement accrus par le contre-coup de la crise financière déjà signalée ; c'était l'ère des vaches maigres.

Les budgets des années 1879, 1880 et 1881 ont présenté des excédents, mais pas aussi importants, en réalité, que ceux inscrits dans les documents officiels, car ils étaient dus en partie, aux reports de ceux laissés libres dans les années précédentes. Les excédents de 1881 (1) sont

(1) Ils apparaissent de 107 millions, mais 26 millions proviennent des excédents de l'exercice 1877 ; 48.881.000 francs de l'exercice 1878 et 5 millions de l'exercice 1879. (*Economiste français*, 12 septembre 1885. M. Leroy-Beaulieu, à propos de la gestion des finances publiques en France, par les dernières Chambres) :

ainsi presque fictifs. Avec l'exercice de 1882, le déficit apparaît ; il est de 42.500.000, puis il va s'accroissant chaque année ; il atteint son point culminant en 1885 avec 146 millions ; il se réduit ensuite et dès 1888, on voit apparaître un excédent de 47 millions. Mais il convient d'être très sceptique sur sa réalité, car pendant ces années, parallèlement au Budget général, se déroule le Budget sur ressources extraordinaires, et les abus que nous avons laissés entrevoir, s'y sont produits avec moins de retenue encore ; il ne faut pas oublier enfin, qu'il s'est alimenté avec l'emprunt.

A partir de l'exercice de l'année 1892, l'on peut plus aisément lire dans les statistiques officielles, la situation exacte ; encore faut-il, ici et là en déduire ou leur ajouter, suivant les cas, les sommes parfois empruntées en obligations à court terme et même en rentes perpétuelles. (*Voir tableau ci-après, p. 122*) (1).

L'on verra aisément en tous cas, la diminution des crédits affectés à l'amortissement. Le niveau des réserves offertes en 1878 par le Budget général, « grâce à l'heureuse initiative de M. Thiers » (il faut en croire les paroles de Léon Say), a déchu bien vite ; elles ont eu un autre emploi que l'amortissement, et l'Etat, loin de diminuer

(1) N.-B. — Les chiffres qui nous ont servi à confectionner le tableau de la page suivante, nous les avons puisés dans les *bulletins de statistique et de législation comparée* depuis 1878. Nous avons consulté avec profit, le *Bilan des budgets*, publié dans une livraison de 1908 (2^e semestre).

Il convient de compléter ces chiffres, en donnant le total des émissions en obligations à court terme pendant le cours de ces années : 1.600.000 francs.

Et celui des émissions de rentes perpétuelles : 2.268.000 francs.

Tableau des différences présentées par les Budgets de 1878 à 1910
(en milliers de francs)

Années.	Excédents de recettes	Excédents de dépenses	Prélèvements sur		Soldes réels des excéd.		Amortisse- ment	Budget extraord.
			Fonds d'emprunts	Ressources des budgets antérieurs	Recettes	Dépenses		
1878	62.356			1.182	61.174		170.000	318.311 ¹
1879	96.207				96.207		185.000	286.394
1880	130.213			66.256	63.957		171.000	479.491
1881	106.972			80.609	26.363		186.000	701.009
1882		42.547		63.616		106.163	152.000	663.623
1883		62.428		75.496		137.924	183.000	614.964
1884		89.918	1.666	63.294		154.878	158.000	293.679
1885		146.660	84.328			230.983	166.000	263.627
1886		124.136	3.764			127.900	170.000	229.133
1887		17.081	3.566			20.647	93.000	275.406
1888	47.197		9.861		37.336		137.000	160.256
1889	24.194		2.866		21.328		133.000	163.259
1890	87.852		6.500		81.352		108.000	146.389
1891	105.844		58.795		47.049		145.000	
1892		9.940	20.080			30.020	64.000	
1893		84.511	4.145	1.811		90.467	62.000	
1894		21.654	12.854	24.434		58.942	64.000	
1895		17.904				17.904	63.000	
1896		8.727	4.800			13.527	64.000	
1897	4.561				4.561		98.000	
1898	92.411				67.393		96.040	
1899	67.393				92.411		96.087	
1900	67.985		77.583			9.598	100.872	
1901		125.658	56.889			182.547	91.635	
1902		116.835	12.649			129.484	89.755	
1903	70.331		11.787		58.544		76.634	
1904	100.522		11.530		88.992		68.011	
1905	59.508		11.109		48.359		70.224	
1906		15.009	24.505			39.514	72.105	
1907	88.127				88.127		71.000	
1908		54.178	55.000			109.178	110.000	
1909		45.144	56.500			101.644	103.500	
1910		48.028	58.970			106.998	103.000	
			1.211.673	1.030.358	966.445	883.193	1.668.323	3.780.913
						883.193		
Exc. brut des rec.			181.315	Exc. net des dépenses		785.130		

(1) Nous avons fait figurer en 1878, des dépenses au « Budget extraordinaire » il n'existait pas en réalité, mais, cette dépense peut être considérée comme virtuelle-ment en dehors du budget général.

sa dette, depuis cette époque, l'a vu s'accroître. Ce fut d'abord pour des causes prévues à ce moment ; d'autres ont vu leur origine dans certaines tendances de la politique générale ; il y eut enfin des raisons accidentelles. Notre intention est de les indiquer seulement, car leur examen approfondi nous entraînerait en dehors des limites que nous impose notre sujet.

Les Travaux publics, cause et origine du 3 0/0 amortissable, devaient s'alimenter avec lui, et porter la dette comprise dans cette section du Grand Livre, à un chiffre voisin de 10 milliards. Après quelques années, le Gouvernement recula devant la charge énorme qu'il avait assumée, et dont le poids, de loin, ne lui était pas apparu aussi écrasant. Il confia aux Compagnies la construction des lignes de chemins de fer ne rentrant pas dans le réseau particulier de l'Etat, et pour les dédommager de cette tâche, il leur assura le service en intérêt et amortissement, des obligations dont l'émission serait nécessitée par son accomplissement. C'est autant dire l'Etat qui emprunte, puisqu'au vu et au su de tous, il se reconnaît le débiteur. Les recettes compensatrices escomptées en 1883 pour des années contemporaines aux nôtres, et venant du partage des bénéfices avec les Compagnies de chemins de fer, ont été illusoires ; sur le Budget de cette année, elles sont inexistantes ; par contre, une demande de crédits pour le service de la garantie d'intérêt s'élève à 23.700.000 francs (1). Pour les autres Travaux publics,

(1) Lois de finances pour le Budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1912 (28 février 1912).

issus du plan Freycinet, le Trésor alloue des subsides aux Départements, aux Communes, ou aux Chambres de commerce qui s'emploient à leur établissement. Et ainsi, bien que n'exécutant plus guère lui-même les travaux, l'Etat supporte une grosse part des dépenses qu'ils entraînent, encore, ne faut-il pas trop le regretter, car elles seraient plus élevées, si l'Etat avait continué à se faire entrepreneur.

Et puis, n'en ayant pas eu la charge primitive, l'annuité budgétaire, après 1883, a subi un mouvement de recul, et revint de 3.842 millions aux environs de 3.400 millions, pour la période qui s'écoule de 1886 à 1899. Durant ces années, surtout les dernières — (car jusqu'en 1891 deux emprunts ont été émis, l'un de 500 millions en 1886 et l'autre de 300 millions en 1890 (1), mais ils étaient nécessaires pour liquider les dépenses engagées, et réparer le désordre introduit dans nos finances, par le commencement de réalisation du projet de M. de Freycinet) — les deniers publics ont été gérés avec économie ; le niveau stationnaire auquel le Budget s'est fixé, la disparition du Budget extraordinaire, le retour d'excédents en témoigne ; enfin la hausse des rentes sur l'Etat le prouve surabondamment.

Mais depuis l'année 1899, le flot montant des dépenses a repris pour ne plus l'interrompre, sa marche ascendante : 3.691 millions en 1901, 3.831 millions en 1906, en 1908, le quatrième milliard est dépassé, et l'annuité bud-

(1) L'emprunt de 1886 émis en vertu de la loi du 10 mai au taux de 79,80 (capital effectif : 631.700.000 francs). L'emprunt de 1890 en vertu de la loi du 24 décembre 1890 au taux de 92,55 (capital effectif : 869.488.000 francs).

gétaire, pour l'exercice de 1912, s'inscrit à 4 503 millions dans la loi de finances présentée au Sénat, après les rectifications apportées par sa Commission. Une telle augmentation dans les dépenses, que ne justifie point un accroissement proportionnel de la richesse du pays, prend son origine surtout dans des entraînements généreux, qui portent le législateur à méconnaître ses devoirs envers les contribuables : la mise en œuvre des lois ouvrières. A côté se placent les nécessités de la défense nationale, et aussi l'entretien de notre outillage économique. Enfin, parmi les dépenses accidentelles importantes, nous citerons celle occasionnée par l'expédition de Chine, au moment de l'insurrection des Boxers, en 1900.

Cette progression des budgets a été trop rapide, pour trouver dans les impôts des ressources correspondantes ; les déficits sont apparus de nouveau, mais par intermitteuce ; il a fallu faire appel au crédit, il est vrai dans une moins large mesure que dans les années antérieures à 1892, d'une façon moins bruyante — (il a été fait une seule émission de 265 millions de rentes 3 0/0 perpétuelles en 1901) —, et par des procédés dont le résultat n'est pas toujours, ou pas immédiatement du moins, d'ajouter des chiffres nouveaux à ceux du Grand Livre. Des obligations à court terme ont été émises, d'aucunes ont été renouvelées à leur échéance, mais pas une n'a été consolidée en rente perpétuelle ou en obligation à longue échéance, si l'on met à part, toutefois, l'émission de 600.000 obligations des chemins de fer de l'Etat du 23 mars 1912, décidée par la loi du 9 mars de la même année. Elles

viennent bien pourtant à concurrence de leur montant (1), remplacer les obligations à court terme, émises en vertu des lois de finances, des exercices 1909 et 1910, mais leur objet est très spécial, et l'on a pu se demander récemment si l'on n'allait pas à leur sujet, et à celui des autres dépenses de l'Etat en matière d'industrie, assister à un renouveau du budget extraordinaire. L'emprunt de 265 millions en rentes 3 0/0 perpétuelles, autorisé par la loi du 6 décembre 1901, est la mobilisation de la dette contractée par la Chine vis-à-vis de nous, à la suite de notre intervention en l'année 1900 ; mais le Grand Livre n'a pas reçu d'inscription nouvelle au moment de cette émission. Les rentes proposées aux capitalistes ont été demandées à la Caisse des Dépôts et Consignations, qui en retour reçoit des annuités, lui permettant de reconstituer les rentes cédées au Trésor, et lui, avec le produit de leurs négociations, est venu en aide aux budgets voisins de 1901.

Rentrer plus avant dans les détails, et examiner ici un à un chacun des exercices depuis 1878, y rechercher les causes particulières de leurs situations actives et passives, nous a paru inopportun et sans intérêt. Nous avons voulu seulement en indiquer les motifs généraux, après avoir reproduit les soldes respectifs de chacun. Nous avons mis ensuite leurs différences globales en parallèle avec les amortissements. Tout ceci permet de constater, que depuis 1879 :

(1) Elles ont atteint la somme de 33.920.000 francs, mais elles ont été remboursées à concurrence de 27.000.000 francs.

(Projet de loi présenté à la Chambre des Députés, le 6 février 1912, par M. Klotz, ministre des Finances).

Il y a en 785,310,000 fr. d'excédents de dépenses	785.310.000 fr.
Pendant la même période, il a été emprunté	
en obligation à court terme	4.600.000.000 fr.
En rentes <i>perpétuelles</i>	2.268.000.000 fr.
	3.868.000.000 fr.
Par contre, il a été amorti	3.451.000.000 fr.
Donc un accroissement de la dette de	417.000.000 fr.

Voici le résultat brutal, mais il appelle des commentaires ; ils ont leur place toute logique dans les dernières réflexions que peuvent inspirer notre étude, et que nous désirons condenser dans ses dernières pages.

CONCLUSION

Nous avons tracé, de l'œuvre de Léon Say et de celle de M. de Freycinet, un tableau un peu sombre. Il en ressort, semble-t-il, une impression fâcheuse, et nous l'avons bien ressentie devant l'entreprise des grands travaux publics. Il nous paraît désastreux de voir l'Etat se charger de les exécuter, surtout lorsque ceux qui sont à sa tête, ne paraissent guère avoir un sentiment bien net des conséquences entraînées par leurs actes, et ne pas en redouter les responsabilités. Mais ce n'est point à dire, que nous nous élevons contre l'augmentation et l'amélioration de notre outillage économique, envisagée dans le plan Freycinet. Loin de là, nous louons hautement l'intention de faciliter la mise en œuvre des forces productrices de notre pays ; nous trouvons même, qu'il y aurait beaucoup à faire dans ce sens. Mais à notre avis, ce n'est point à l'Etat de l'entreprendre lui-même ; il remplira largement sa mission en suscitant et en encourageant les initiatives particulières ou collectives (1). Elles sauront bien mieux que

(1) Il vient de se fonder une « Association nationale de l'outillage économique de la France ».

lui, guidées par leur intérêt personnel, discerner et mener à bien, des travaux profitables, car elles s'élèveront au-dessus des questions de partis et de clochers.

On mettra bien en avant, pour justifier l'intervention de l'Etat en matière de chemins de fer, la nécessité de placer près des Compagnies privées, un organe destiné à servir de régulateur dans l'application des tarifs, d'exemple à suivre pour l'amélioration de l'outillage, suivant les progrès et les exigences modernes. Mais est-il bien nécessaire pour cela, que l'Etat se fasse lui-même entrepreneur de transports par voies ferrées ? Nous l'estimons suffisamment armé, pour atteindre ce but, par ses droits issus des conventions, et aussi de son aide, de sa collaboration intime à l'œuvre des Compagnies ; encore qu'elles savent bien souvent elles-mêmes devancer leur guide, et prendre l'initiative de réformes avantageuses à leur clientèle, pour déterminer une plus grande intensité de trafic. Et puis, à nos yeux, ces considérations ne sont pas assez puissantes, pour faire admettre l'extension donnée en 1879 au rôle de l'Etat. Nous ne reviendrons pas sur les motifs de notre jugement, sur le plan Freycinet ; nous les avons exposés à leur place logique. La politique suivie après 1883, rallie notre suffrage, et fut, selon nous, une œuvre de sagesse ; les travaux entrepris ou projetés, ont été menés avec plus d'ordre, de lenteur et d'économie, car l'Etat n'eut point à se préoccuper de rechercher des capitaux, avec un fond que les capitalistes s'obstinaient à méconnaître. On peut regretter seulement de l'avoir vu changer tout récemment sa ligne de conduite, et prendre vis-à-vis de la Compagnie de l'Ouest, des

dispositions conformes aux idées courantes de 1879.

Quant à l'« enfant » de Léon Say, nous voudrions dans une certaine mesure, atténuer l'opinion défavorable qu'on a pu avoir de lui, mais nous le ferons pas également pour toutes ses parties. La structure, (si l'on veut nous permettre cette expression), et nous entendons par là, ses caractères juridiques propres : la déclaration d'inconvertibilité et la répartition du remboursement retiendront nos critiques. Léon Say fut mal inspiré dans leur choix. Celui du procédé suivi dans la première émission a été, lui aussi, fâcheux. Son échec à la Bourse eut une répercussion désastreuse sur les autres emprunts, et les capitalistes n'ont jamais montré beaucoup d'empressement pour acquérir du 3 0/0 amortissable : ils pensaient toujours en voir de nouveaux titres lancés sur le marché.

Il faut donc approuver Sadi Carnot de l'avoir abandonné dans son émission de 1886 ; il le fit d'ailleurs à contre-cœur, mais contraint par la nécessité du moment, car les journaux financiers de l'époque le mirent en garde contre un emprunt en amortissable, dont il disait une année auparavant, que ce serait pour la République un titre impérissable à la reconnaissance du pays, que d'avoir imaginé un fonds qui assurerait le remboursement de la dette, le jour où il prenait naissance. Mais s'il avait été employé, c'eut été dans des conditions bien onéreuses, car la différence des cours entre le 3 0/0 perpétuel et l'amortissable était minime, et celui-ci, en raison de la prime du remboursement, coûtait plus que celui-là. Les capitalistes n'avaient pas saisi, sous la dénomination don-

née par Léon Say à son innovation, les avantages qu'elle leur offrait, et l'on se rappelle que depuis, ils n'ont plus jamais été sollicités par l'Etat d'acheter du 3 0/0 amortissable. La dernière inscription portée sur le Grand Livre date, on le sait, de 1891, elle est due à l'initiative de M. Rouvier, cependant son adversaire à sa naissance.

Lui, s'était attaqué au principe, toujours discuté depuis, et l'on a beau jeu pour le combattre, en s'appuyant sur des résultats analogues à ceux que nous avons décrits chez nous. L'on a vu, tout à l'heure, de quel chiffre les emprunts ont dépassé les sommes amorties ; encore, pour être absolument exact, faudrait-il lui ajouter le montant des emprunts en 3 0/0 amortissable (1), et tenir compte de la différence des dettes flottantes aux deux dates extrêmes. Toutefois, si au lieu d'envisager tous les exercices depuis l'année 1878, l'on s'en tient à ceux qui ont suivi la période des budgets extraordinaires, période anormale si l'on peut dire, les résultats sont quelque peu différents. Depuis 1891, les excédents réels de dépenses se sont élevés à 394.447.000 francs (2) ; il a été amorti pendant le même espace de temps, pour 1.708.919.000 francs ; mais les emprunts se sont élevés à la somme de (3) 1.985.997.512 frs.

(1) Les emprunts en 3 0/0 amortissable se sont élevés à la somme effective de 3.459.376.545 francs.

(2) Excédents bruts : recettes : 656.682 francs ; dépenses : 547.588 francs.
Total des emprunts : 503.541 francs.
Excédents nets : recettes : 576.828 francs ; dépenses : 971.275 francs.
Amortissement : 1.708.919 francs.

(Voir le tableau de la page 122).

(3) *Emprunts en 3 0/0 perpétuel* :

Ces derniers l'emportent donc de 277.078.512 francs. Il est difficile dans de telles conditions, de prétendre que les 570.000.000 francs de rentes 3 0/0 amortissables remboursées de 1891 à 1910, ont été réellement amorties.

Assurément, « le vice du système est d'amortir inflexiblement quelques soient les circonstances » (1) ; mais Léon Say avait voulu, comme ce ministre de l'échiquier dont il parlait souvent, « placer le jeu de l'amortissement au-dessus des caprices d'une Chambre dépensière » (2). Il voulait aussi, « donner à notre comptabilité une forme telle que, le jour où l'on ne voudra plus amortir, on soit obligé de crier très haut au pays : Non nous ne voulons pas amortir, nous avons une dette de 30 milliards, nous ne la trouvons pas trop forte ; nous nous refusons à la diminuer, et nous disons publiquement, nettement, franchement, pas d'amortissement. (3) » A-t-il seulement atteint ce but ? nous ne le pensons pas, car la plupart des em-

Conversion du 4 1/2 (loi du 7 janvier 1894).	1.393.155 francs.
Emprunt chinois de 1901	265.000.000 »
Conversion du 3 1/2 (loi du 9 juillet 1902) .	69.604.357 »

Obligations à court terme :

En particulier : loi du 17 février 1898 visant le perfectionnement des armements ;

Loi de finances de 1903 (cautionnements).

Et diverses autres lois de finances.

Il y aurait lieu encore d'ajouter la différence entre le montant de la dette flottante aux deux époques extrêmes : elle s'élevait à 1.432.180.700 fr. au 1^{er} juillet 1910 contre 1.077.093.900 francs au 1^{er} janvier 1891, soit un écart de 355.086.700 francs qui vient s'ajouter à l'excédent des emprunts.

(1) Jèze, *Cours élémentaire de science des Finances*.

(2) Gladstone.

(3) Léon Say, au Sénat, 10 décembre 1890.

prunts qui figurent dans les chiffres cités plus haut, sont autorisés souvent de longue date, puis sont négociés par petits paquets. D'ailleurs, Léon Say se faisait peu d'illusions, sur la valeur à l'usage du procédé qu'il introduisait dans nos emprunts : « Toutes les formes d'amortissement ont péri, aucune n'a donné le résultat qu'on était en droit d'en attendre, et aujourd'hui l'on est très bien venu à nous dire, que la forme d'amortissement que je vous recommande, n'aura pas dans l'avenir plus d'efficacité que les autres. Et en effet, il n'y a pas plusieurs théories vraies d'amortissement, il n'y en a qu'une seule qui soit bonne, et celle que je préconise n'échappe pas à la critique, je le reconnais. Il n'est pas vrai de dire que l'on amortit seulement, lorsqu'on s'est lié les mains à l'avance par l'amortissement automatique. Ce qui est vrai, c'est qu'on amortit quand on le veut bien. Il n'y a pas de loi, parmi toutes celles que nous ferons aujourd'hui, qui puisse forcer les Chambres de l'avenir, à amortir si elles ne le veulent pas : la volonté d'amortir, c'est la seule méthode d'amortissement (1). »

Nous nous rangeons très volontiers à cette opinion, en ajoutant d'un mot, que la volonté d'amortir se comprend seulement, si elle est basée, pour mener l'opération à bonne fin, sur des excédents réels de recettes ; car si l'on emprunte pour amortir, c'est tout comme si « la main gauche prêtait à la main droite ; on prendrait dans la même bourse, et l'on voudrait qu'il y eut quelque chose de changé ! A faire passer des écus d'un sac dans l'autre,

(1) Léon Say, au Sénat, 10 décembre 1890.

il n'y a rien à gagner, il n'y a qu'à se fatiguer ; ici, il a de plus les frais d'administration (1). » Nous leur ajouterons la différence entre le taux du nouvel emprunt, et celui du remboursement.

Nous dirons enfin, que le manque d'énergie nécessaire aux gouvernements pour rembourser leurs dettes, n'est pas un motif suffisant, pour condamner les emprunts amortissables. Ils ont tout au moins pour utilité, de leur rappeler ce qu'ils auraient à faire, et eux seuls sont critiquables de passer outre. Ils augmentent chaque année les dépenses, pour faire face à des besoins dont l'urgence et la réalité sont discutables. Mais nous n'avons point à les examiner, nous avons assumé la tâche de parler de la rente 3 0/0 amortissable, et nous pensons, que peut-être nous l'avons fait. Nous formerons des vœux toutefois, avant de poser notre plume pour que, pendant les quarante années qu'il doit vivre encore, si du moins il prolonge ses jours jusqu'en 1853, le 3 0/0 amortissable voit son remboursement effectué d'une façon plus réelle. Nous ne cacherons pas cependant nos doutes sur son efficacité, bien qu'elle soit plus aisée, car à mesure que l'on approche du terme final, les sommes consacrées à l'amortissement augmentent, elles sont accrues de ce que les intérêts n'exigent plus ; se trouvant plus considérables, elles seront moins facilement compensées par des emprunts, et l'amortissement y gagnera.

(1) Rossi, *XVII^e leçon d'économie politique*.

APPENDICE

Nous avons pensé qu'il y aurait quelque intérêt à reproduire ici quelques calculs relatifs à la rente 3 0/0 amortissable. Nous rechercherons : 1° le prix moyen des titres à une époque quelconque, puis 2° nous donnerons les formules pour rechercher la parité du 3 0/0 perpétuel et du 3 0/0 amortissable.

Tout d'abord nous rappellerons, que les coupons de la rente 3 0/0 amortissable se détachent tous les 3 mois, les 1^{er} janvier, 1^{er} avril, 1^{er} juillet, 1^{er} octobre et sont payables le 16 de ces mêmes mois, alors que ceux de la rente perpétuelle le sont le 1^{er} de ces mêmes mois.

Nous rappellerons encore, que le capital de la dette a été divisé en 175 séries (voir le tableau p. 65) sur lesquelles actuellement, au 16 avril 1912, 39 séries ont été désignées au remboursement. Chaque tirage a lieu le 1^{er} mars de chaque année, et le remboursement le 16 avril.

1^{er} Problème : Calcul du prix moyen.

On a :

$$\text{Prix moyen des titres} = \frac{\text{somme des prix de tous les titres}}{\text{nombre de tous les titres}}.$$

Soit S le nombre fictif de tous les titres fictifs de 3 frs. de rente d'une série. Après le remboursement du 16 avril 1912, il reste :

$$75 - 34 = 41 \text{ tirages à effectuer.}$$

devant amortir :

$$175 - 39 = 136 \text{ séries de } S \text{ titres.}$$

Donc après le 16 avril 1912 :

$$\text{Prix moyen des titres} = \frac{\text{somme des prix de 136 titres pris dans chaque série}}{136 \text{ titres}}.$$

Prenons un taux d'évaluation annuel t_a pour 1 franc ; plaçons-nous à la date du 16 avril 1912, immédiatement après le remboursement.

Calculons le numérateur de la fraction précédente.

Pour cela, nous supposons connue la formule qui donne la valeur d'une obligation remboursable dans x périodes ; cette valeur est donnée à l'époque initiale, par :

$$V = a \frac{1 - (1 + t)^{-x}}{t} + C(1 + t)^{-x}$$

Ou :

$$V = \frac{a}{t} + \left(C - \frac{a}{t}\right)(1 + t)^{-x}$$

Ici, la rente étant trimestrielle, on aura :

$$V = \frac{a_t}{t_t} + \left(C - \frac{a_t}{t_t}\right)(1 + t_t)^{-x_t}$$

$$a_t = 0,75, \quad C = 100$$

$$t_t = (1 + t_a) \frac{1}{4} - 1 \quad x_t = 4 \times x$$

Donc :

$$V = \frac{\overbrace{0,75}^A}{(1 + t_a)^{\frac{1}{4}} - 1} + \left[100 - \frac{\overbrace{0,75}^B}{(1 + t_a)^{\frac{1}{4}} - 1} \right] (1 + t_a)^{-x_a}$$

Cherchons la moyenne de toutes les valeurs particulières que prend la formule précédente, quand x_a prend successivement chacune des valeurs qui conviennent respectivement aux 136 séries que nous considérons, à raison de un dans chaque série à rembourser.

Dans la formule précédente, x_a ne figure que dans le terme $(1 + t_a)^{-x_a}$, les autres éléments de la formule restant fixes quand x_a varie. Donc enfin :

Valeur totale des 136 titres pris *un* dans chaque série

$$= 136 A + B \left[\sum (1 + t_a)^{-x_a} \right].$$

$$\text{Valeur moyenne des titres} = A + \frac{B}{136} \sum (1 + t_a)^{-x_a}$$

Ces 136 valeurs, ne sont pas toutes différentes, car il y a des années où l'on rembourse plusieurs séries.

x_a prend 41 valeurs différentes de 1 à 41, car il y a des termes qui sont pris de 1 à 5 fois.

On peut classer ces 136 titres, en 5 groupes, comme l'indique la figure ci-dessous :

$(1 + t_a)^{-x_a}$ peut être considéré comme la valeur actuelle de 1 franc, payable dans x_a années, donc la somme cherchée, peut être considérée comme la somme des va-

leurs actuelles de ventes de 1 franc représentées par les 5 lignes de la figure :

0	1	2	14	27	34	39	41		$\frac{1}{t_a}$	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-41}{(1+t_a)}$	
16 avril 1912	1913		15	28	35				...	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-14}{(1+t_a)}$	
		1926							...	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-27}{(1+t_a)}$	$\frac{-41}{(1+t_a)}$
			1939						...	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-34}{(1+t_a)}$	$\frac{-41}{(1+t_a)}$
				1946					...	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-39}{(1+t_a)}$	$\frac{-41}{(1+t_a)}$
					1951				...	$\frac{1}{t_a}$	$\frac{-41}{(1+t_a)}$	
						1953						

$\left. \begin{array}{l} \dots \\ \dots \\ \dots \\ \dots \\ \dots \end{array} \right\} \sum (1+t)^{-x}$

Enfin, chaque ligne peut être considérée comme représentant la différence de 2 rentes perpétuelles, et nous aurons donc :

Valeur moyenne des titres au 16 avril 1912 :

$$\begin{aligned}
 &= A + \frac{B}{136} = \frac{1}{t_a} \left[1 + (1+t_a)^{-14} + (1+t_a)^{-27} + (1+t_a)^{-34} + (1+t_a)^{-39} + 5(1+t_a)^{-41} \right] \\
 &= A \times B \times \frac{1 + (1+t_a)^{-14} + (1+t_a)^{-27} + (1+t_a)^{-34} + (1+t_a)^{-39} + 5(1+t_a)^{-41}}{136 t_a} \\
 &= \frac{0,75}{(1+t_a)^{4-1}} + \left[100 - \frac{0,75}{(1+t_a)^{4-1}} \right] \\
 &= \frac{1 + (1+t_a)^{-14} + (1+t_a)^{-27} + (1+t_a)^{-34} + (1+t_a)^{-39} + 5(1+t_a)^{-41}}{136 t_a}
 \end{aligned}$$

Valeur du 3 0/0 amortissable à une date quelconque.

Il suffit, pour l'obtenir, de multiplier la valeur, à l'époque initiale, par le facteur $(1+t)^m$ (convenablement calculé, et de tenir compte des coupons que l'on détache c'est-à-

dire en les retranchant après les avoir ramenés à leur valeur :

Le 17 avril de chaque année, la valeur sera :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{1}{365}}.$$

Le 30 juin :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{75}{365}}.$$

Le 1^{er} juillet, l'on détache le coupon en Bourse, mais il est payable seulement le 16 juillet, on aura :

Valeur au 1^{er} juillet :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{76}{365}}.$$

Valeur du coupon payable le 16 juillet : 0,75.

Sa valeur au 1^{er} juillet sera :

$$0,75 (1 + t_a)^{-\frac{75}{365}}.$$

Il faut diminuer de cette quantité :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{76}{365}}.$$

Ce qui donne : Valeur au 1^{er} juillet :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{76}{365}} - 0,75 (1 + t_a)^{-\frac{75}{365}}$$

et ainsi jusqu'au 16 juillet où la valeur sera :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{91}{365}} - 0,75.$$

Le 17 juillet, la valeur sera :

$$V (1 + t_a)^{-\frac{92}{365}} - 0,75 (1 + t_a)^{-\frac{1}{365}}$$

et ainsi de suite.

Au 1^{er} mars a lieu un tirage ; les titres peuvent être alors classés en 2 catégories : ceux qui ont été désignés pour le remboursement au 16 avril suivant, et ceux qui ne sont pas sortis au tirage.

Les premiers, vaudront le 16 avril : $100 + 0,75$.

Le 1^{er} mars ils valent :

$$100,75 (1 + t_a)^{-\frac{46}{365}}.$$

Les autres, vaudront au 16 avril, un prix : V' calculé comme précédemment ; du 1^{er} mars au 16 avril il vaudront :

$$(V' + 0,75) (1 + t_a)^{-\frac{46}{365}}.$$

L'exposant décroissant à mesure que l'on se rapproche du 16 avril.

Le 15 avril, la valeur sera :

$$V' (1 + t_a)^{-\frac{1}{365}}.$$

Le 16 avril, la valeur sera : V' .

2^e Problème : Calcul de la parité du 3 0/0 perpétuel et du 3 0/0 amortissable.

Supposons par exemple, que les 3 0/0 perpétuel est coté V , le 1^{er} décembre 1911, quelle est la parité du 3 0/0 amortissable le même jour ?

Cherchons le taux correspondant au prix V d'acquisition du 3 0/0 perpétuel.

$$V = \frac{a}{i} (1 + t)^m \quad V = \frac{a_t}{t_t} (1 + t_t)^{m_t} \quad V = \frac{0,75}{t} (1 + t_t)^{m_t}.$$

Calculons t_i , c'est-à-dire le taux trimestriel, on a, en remplaçant $(1 + t_i)^{m_i}$ par $1 + m_i t_i$,

$$V = \frac{0,75}{i} (1 + m_i t_i)$$

$$t_i = \frac{0,75}{V - 0,75 m_i}$$

V est connu, calculons m_i .

Pour le 1^{er} décembre, l'époque initiale est le 1^{er} octobre puisque le 1^{er} coupon du 3 0/0 perpétuel à toucher est celui du 1^{er} janvier. Du 1^{er} octobre au 1^{er} décembre, il y a 61 jours aussi

$$m_i = \frac{61}{92}.$$

Donc :

$$t_i = \frac{0,75}{V - \left(\frac{61}{92} \times 0,75 \right)}$$

Ayant t_i on calcule le taux annuel équivalent,

$$(1 + t_i)^4 = 1 + t_a$$

$$t_a = (1 + t_i)^4 - 1.$$

On en conclut que le taux annuel de placement correspondant à l'achat au cours V du 3 0/0 perpétuel, est t_a .

Faisons $t_a = 2,87$ 0/0.

Avec ce taux d'évaluation t_a , nous allons d'abord calculer la valeur du 3 0/0 amortissable à la date du 16 avril 1911, à l'aide de la formule :

$$W_0 = \frac{0,75}{(1,0287)^{\frac{1}{4}} - 1} + \left[100 - \frac{0,75}{(1,0287)^{\frac{1}{4}} - 1} \right].$$

Ayant W_0 , au 16 avril 1911, pour avoir sa valeur au 1^{er} décembre 1904, il suffira d'appliquer les règles précé-

denes, on trouvera un prix W' qui sera la parité demandée.

Si $W' = W$ (le court coté), il y a parité ;

Si $W' < W$, il y a avantage à acheter du 3 0/0 perpétuel ;

Si $W' > W$, il y a avantage à acheter du 3 0/0 amortissable.

Lu et approuvé, le président,

RENÉ JACQUELIN.

Vu le Doyen,

P. CAUWES.

Vu et permis d'imprimer,

le Vice-Recteur

de l'Académie de Paris.

L. LIARD.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux et thèses.

- Allix. — *Traité élémentaire de science des finances et de législation financière.*
- Bartholony. — *Coup d'œil sur l'avenir financier de la France.*
- Mathieu Bodet. — *Les Finances françaises de 1870 à 1878.*
- De Bray. — *Traité de la dette publique.*
- Cauwès. — *Traité d'Economie politique.*
- Cucheval-Clarigny. — *Les Finances de la France de 1870 à 1891.*
— . — *Essai sur l'amortissement.*
- Ducroq. — *Cours de droit administratif.*
- Debray. — Thèse (Paris, 1903).
- Delamotte. — Thèse (Paris, 1901).
- Foyot. — *Guide du rentier sur l'Etat, ses relations avec le Trésor.*
- De Foville. — *La France économique.*
- Gorges. — *La dette publique. Histoire de la rente française.*
- Jèze. — *Cours élémentaire de la science des finances.*
- Joubert. — *L'amortissement de la dette publique en France.*
- Leroy-Baulieu. — *Traité de la science des finances.*
- Lévy R.-G. — *Le péril financier.*
- Ménier. — *L'amortissement des dettes publiques.*
- Moreau. — Thèse (Paris, 1903).
- Neymarek. — *Les grands travaux publics.*
— — *Les contribuables et la conversion de la rente.*
— — *La rente 3 % amortissable. Son passé, son présent, son avenir.*
- Is. Pereire. — *La conversion et l'amortissement.*
- Raffalovich. — *L'année économique (1887-1889).*
* — *Années financières (1891-1910).*

- Rouget Ch. — *Théorie des emprunts remboursables par annuités*.
Trinquat. — Thèse (Province, 1899).
Léon Say. — *Les Finances de la France sous la 3^e République*.
* — *Dictionnaire des Finances*.
Vauthier. — *Amortissement de la dette publique*.
Wührer. — *Histoire de la dette publique en France*.

Revues — Périodiques.

- Documents parlementaires et Journal officiel*.
Economiste français (1877 à 1911).
Le Journal des Débats (1878).
Le Journal des Economistes (1881, 1883, 1890, 1891).
Finanz. Archiv. (1884, 1887, de Kaufmann).
Le Rentier (1878, 1900, 1902).
Revue des Deux-Mondes (1881, 1884, 1898).
Revue d'Economie politique (1904, fév.).
Revue de science et de législation financière (1904, 1905, 1906, 1910).
Revue de statistique et de législation comparée (1878-1912).
Revue nouvelle (1880).
-

- Dalloz (surtout 1892, 2, 169 et 1896, 1, 484).
Duvergier, *Recueil des lois*.
Sirey (surtout 1897, 1, 481).
-

TABLE DES MATIERES

	Pages
AVANT-PROPOS	1
PREMIÈRE PARTIE. — <i>L'amortissement.</i>	
CHAPITRE I. — Aperçu de quelques théories sur l'amortissement.	5
CHAPITRE II. — Historique rapide de l'amortissement en France et en Angleterre	12
DEUXIÈME PARTIE. — <i>Le plan Freycinet.</i>	
CHAPITRE I. — Ses antécédents, sa genèse, son exécution, son 24 abandon	23
TROISIÈME PARTIE. — <i>La rente 3 % amortissable.</i>	
CHAPITRE I. — Sa création, ses caractères juridiques propres, questions soulevées à leur occasion	41
CHAPITRE II. — Les émissions du 3 % amortissables : 1° celles dans le public ; 2° celles à la Caisse des dépôts	73
CHAPITRE III. — Les cours du 3 % amortissable. Son appréciation par les capitalistes	100
CHAPITRE IV. — Rapports de la rente 3 % amortissable avec les budgets	111
CONCLUSION	129
APPENDICE. — Quelques calculs à propos de la rente 3 % amor- tissable	137

SAINT-AMAND (CHER). — TYP. BUSSIÈRE.
